

内部发行，未经许可，请勿转载

# 研讨实录

第 112 期

112

“改革开放再出发——纪念改革开放 40 周年暨  
上海发展研究基金会成立 25 周年”大型座谈会

李扬：去杠杆是长期战略



上海发展研究基金会  
Shanghai Development Research Foundation

地址：上海市黄浦区龙华东路868号办公A楼802室 Address: Rm 802, Office Building A, 868 Longhua East Road, Shanghai, China  
邮编：200023 ZipCode: 200023  
电话：86-21-62188752 Tel: 86-21-62188752  
传真：86-21-62188714 Fax: 86-21-62188714  
网址：www.sdrf.org.cn WebSite: www.sdrf.org.cn



上海发展研究基金会编  
二〇一八年九月

## 序 言

上海发展研究基金会于 1993 年成立，以积极推进经济、社会、城市发展决策咨询事业为宗旨；以募集、运作资金，研究、交流、资助、奖励有关经济、社会、城市发展决策咨询项目为业务范围。

2005 年以来，上海发展研究基金会在业务开展方面进行了更多有益探索，推出了每月的“上海发展沙龙”主题活动，与上海市社会科学界联合会合作，邀请国内外知名的学者、专家和实业界人士进行演讲，与听众进行交流。时至今日，沙龙已经成为了基金会有一个品牌。

从 2007 年开始，基金会在每年的年中举办“世界和中国经济论坛”，重点分析全球经济对中国的影响；在每年的年末举办“中国经济论坛”，着重分析当年的经济形势，展望来年的经济走势。

2009 年和 2010 年，基金会又分别召开了“中国经济：未来三十年”、“中国的城市化：目标、路径和政策”国际研讨会，邀请了海内外著名学者、经济学家、投资者、金融和商界人士，围绕相关问题进行了研讨。

基金会从 2009 年开始至今，与上海财经大学高等研究院合作，每年连续合办“户籍制度、土地制度和城市化”专题圆桌讨论会，针对城市化相关问题进行了深入研讨。

基金会也将知名专家和基金会自身的部分研究成果编撰成书，“上海发展研究基金会丛书”已出版了《中国经济：未来三十年》、《中国的城市化：目标、路径和政策》、《新型城市化：抉择和路径》、《国际货币体系改革》、《国际货币体系再思考》、《名家谈中国经济未来》。

我们希望能够将有价值的见解与朋友们分享，因此把沙龙和研讨会的一些精彩内容陆续编辑成册，称为“研讨实录”，不定期的发行，旨在将这些活动的互动过程尽量原汁原味地呈现出来。希望各位朋友能够给我们提出更多更好的建议，以使基金会能够更上一层楼！

是为序。

上海发展研究基金会理事会会长

A handwritten signature in black ink, reading '胡旭昭' (Hu Xizhao), written in a cursive style.

## 编者的话

本期《研讨实录》收录了上海发展研究基金会最近二次学术活动的实录，分别是基金会举办的“改革开放再出发——纪念改革开放40周年暨上海发展研究基金会成立25周年”大型座谈会，基金会与上海市社会科学界联合会共同举办的第142期沙龙——李杨先生作的题为“去杠杆是长期战略”的演讲。

“改革开放再出发——纪念改革开放40周年暨上海发展研究基金会成立25周年”大型座谈会邀请了始终站在改革开放前沿的先行者，邀请了当年参与创建上海发展研究基金会的同志，也邀请了在基金会发展过程中给予了大力支持的各界人士。座谈会由上海市原副市长、上海发展研究基金会会长胡延照先生致辞，上海发展研究基金会副会长兼秘书长主持。在专题讨论中多位嘉宾发表演讲，他们分别是中欧国际工商学院名誉院长刘吉，上海市社会科学界联合会主席王战，中国国际经济交流中心上海分中心副理事长张广生，蔡来兴研究员，上海银行原副行长王世豪，上海交通大学中国发展研究中心主任陆铭。他们畅谈改革开发四十年的体会，回顾历史，展望未来，气氛热烈，观点深邃，视野开阔。

国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院原副院

长李扬先生在“去杠杆是长期战略”的演讲中指出，去杠杆要考虑国情，考虑经济发展阶段，考虑金融结构，考虑节奏，考虑诸项政策配合和协调。所以，我们从总体去杠杆到结构性去杠杆；从单纯去杠杆到稳杠杆；从着眼于“去”到着眼于“可持续”。杠杆的可持续性是最重要的。去杠杆要注意三个深层次的问题。（1）资产质量是关键。（2）降低成本很重要。（3）把握好时机、节奏、步调、协调。供给侧改革的要义是清理产能和去杠杆，杜绝明斯基时刻发生。倘若急剧地去杠杆，很可能自我制造出一个明斯基时刻，甚至是雷曼时刻。即便整个去杠杆过程可控，由于体量庞大、结构复杂，牵涉面广，现实中我们也很难保证不产生系统性蔓延，难免付出巨大代价。经济危机史已经证明，每次金融周期顶部的塌缩，都是来自内部或者外部货币和监管政策的收紧，中国也要避免由监管之手触发的市场恐慌。

更为详细的精彩内容，请大家阅读本期《研讨实录》。

乔依德

上海发展研究基金会副会长兼秘书长

二〇一八年九月二十一日

## 目 录

“改革开放再出发——纪念改革开放 40 周年暨 上海发展研究基金会成立 25 周年”大型座谈会 .....	1
会议议程.....	1
开幕式.....	2
胡延照会长致辞.....	2
专题讨论.....	5
刘吉：改革开放的本质是什么？ .....	5
王战：中国改革开放的路径：回顾与展望.....	9
张广生：改革开放再出发必须把握好着力点.....	17
蔡来兴：上海改革开放的主要特点.....	22
王世豪：论金融改革和经济改革的相互促进.....	29
陆铭：改革开放 40 周年，我们落后在哪里？ .....	36
自由发言与讨论.....	40
李扬：去杠杆是长期战略.....	51



# “改革开放再出发——纪念改革开放 40 周年暨 上海发展研究基金会成立 25 周年” 大型座谈会

## 会议议程

时间	内容
14:00-14:10	<b>开幕式</b> <b>主办单位致辞</b> 胡延照 上海发展研究基金会会长，上海市原副市长
<b>专题讨论</b>	
14:10-14:30	演讲嘉宾：刘吉 中欧国际工商学院名誉院长 演讲题目：“改革开放的本质是什么？”
14:30-14:45	演讲嘉宾：王战 上海市社会科学界联合会主席 演讲题目：“中国改革开放的路径：回顾与展望”
14:45-15:00	演讲嘉宾：张广生 中国国际经济交流中心 上海分中心副理事长、研究员 演讲题目：“改革开放再出发必须把握好着力点”
15:00-15:15	演讲嘉宾：蔡来兴 研究员 演讲题目：“上海改革开放的主要特点”
15:15-15:30	演讲嘉宾：王世豪 上海银行原副行长 演讲题目：“论金融改革和经济改革的相互促进 ——纪念改革开放四十周年”
15:30-15:45	演讲嘉宾：陆铭 上海交通大学中国发展研究中心主任 演讲题目：“改革开放四十周年，我们落后在哪里？”
15:45-17:00	自由发言与讨论
17:00	会议结束

## 开幕式

**乔依德**（上海发展研究基金会副会长兼秘书长）：各位领导、各位来宾、各位朋友，在夏秋之交，今天我们非常高兴地召开了“改革开放再出发——纪念改革开放 40 周年暨上海发展研究基金会成立 25 周年”大型座谈会。我们首先欢迎这次会议的主办方，上海发展研究基金会的会长胡延照先生致辞，大家热烈欢迎！

## 胡延照会长致辞

**胡延照**（上海市原副市长，上海发展研究基金会会长）：感谢各位不辞辛劳地来参加“改革开放再出发——纪念改革开放 40 周年暨上海发展研究基金会成立 25 周年”大型座谈会。我谨代表会议的主办方上海发展研究基金会，向各位来宾表示热烈的欢迎！

今年是改革开放 40 周年，恰好也是我们上海发展研究基金会成立 25 周年。40 年前，邓小平同志大声疾呼：如果现在再不实行改革，我们的现代化事业和社会主义事业就会被葬送。40 年后，中国发生了巨大而深刻的变化。中国一跃成为全球第二大经济体；人均收入也已成功跻身中等收入国家行列。我国成功实现了从计划经济体制向社会主义市场经济体制的转轨，经济实力、科技实力、国防实力、综合国力进入世界前列。我国能在 40 年里取得如此巨大的成

就，改革开放是关键的一招。

改革，就是对内改革，是从高度集中的计划经济体制转变成社会主义市场经济体制；从单一的公有制转向以公有制为主体、多种所有制经济共同发展的经济制度；从单一的按劳分配，转向按劳分配为主体、多种分配方式并存的分配制度，从而充分调动社会各方面的积极性，加快生产力发展。开放，就是对外开放，是指打开国门，和国际市场接轨，将中国经济融入到世界经济当中去，总的来说就是“引进来，走出去”。从最初设立深圳等四个经济特区，到开发开放上海浦东新区，各地纷纷招商引资，引进境外资金和先进技术，实现产业升级换代。近年来我国经济实现了“引进来”和“走出去”并重的重大转变，更加充分地利用国内国际两个市场，国内国外资源两种资源。

来宾们，朋友们，二十五年前，在浦东改革开放的大潮中，上海发展研究基金会应运而生。浦东开发需要决策咨询，需要高质量的智库。1993年初，市政府宣布同意成立上海发展研究基金会，这个举措即使在今天看来仍然是有创新精神的。在基金会的发展过程中，市委、市政府领导对基金会给予了各种支持。2004年《基金会管理条例》颁布后，基金会成为完全独立的非营利性民间机构，步入了一个新的发展阶段。

这二十五年来，基金会始终把坚持和推动改革开放作为我们的宗旨和目标。基金会所举办的各项活动，都是为了推动我们国家的改革开放，为了推动上海的改革开放。基金会作为非政府、非营利的公益性学术组织，既搭建平台，组织国际国内的各种学术活动；也独立地组织或开展自己的政策研究。

在组织学术活动方面，基金会每月举办一次“上海发展沙龙”，邀请国内外知名专家、学者就当前的热点或敏感问

题作演讲，并与参会者进行互动讨论，迄今已举办 141 期。基金会不定期举办“中国经济未来”系列小型研讨会，针对中国经济发展中一些深层次问题，进行深入的讨论，迄今已举办 44 次。基金会从 2014 年起，每年至少举办一次“全球经济金融论坛”国际研讨会。基金会每年举办两次“中国宏观经济论坛”，交流研讨国内外经济形势，迄今已届十二年。此外，基金会还每年与财大合办“土地制度、户籍制度和城市化”研讨会，迄今已届十年。

在开展政策研究方面，基金会既独自选择经济、金融方面重大课题进行研究，也承接政府部门、研究机构和企业的研究课题，取得了一系列的丰硕成果，对政府和企业的决策都发挥了一定的积极影响。基金会的研究主要聚焦于国际金融领域，对改革国际货币体系、人民币国际化、人民币进入 SDR、上海自贸区金融改革开放、上海国际金融中心建设等课题进行研究，发表了多份研究报告，受到了有关领导和专家们的好评。

我们今天举办座谈会，邀请了始终站在改革开放前沿的先行者，邀请了当年参与创建上海发展研究基金会的同志，也邀请了在基金会发展过程中给予了大力支持的各界人士，让他们来畅谈改革开放四十年的体会，以及基金会这些年走过的历程。我们今天既是回顾以往，也是展望未来，并表明我们继续努力的决心。基金会将一如既往地关注国际国内的经济金融形势，继续就当下的热点及敏感话题组办各种学术活动，继续积极主动地开展学术研究，为中国进一步的改革开放，为上海“五个中心”和“四大品牌”的建设，提供知识和洞见。

最后，我衷心祝愿这一次座谈取得圆满成功。谢谢大家！

## 专题讨论

**乔依德：**感谢胡会长的致辞！胡会长的致辞简洁清楚地表明了我国改革开放的实质和成就，也阐述了我们上海发展研究基金会成立的起源和宗旨。下面我们就开始今天的座谈会。座谈会分两部分，第一部分我们安排了多位著名专家学者发言，第二部分我们预留了充分的时间让大家自由发言和讨论。刚才胡会长也讲到，我们今天非常高兴地请到了很多老朋友，他们参与了基金会的创立，始终站在改革开放的前列。接下来，我们首先邀请中国社会科学院原副院长、中欧国际工商学院名誉院长刘吉先生为我们发言，他发言的题目是“改革开放的本质是什么”。大家热烈欢迎！

### 刘吉：改革开放的本质是什么？

**刘吉**（中国社会科学院原副院长、中欧国际工商学院名誉院长）：各位领导、各位朋友，大家好！乔秘书长叫我来参加座谈会，庆祝和纪念改革开放 40 周年，让我讲讲这场改革的本质。其实改革的本质比较简单，因为中国共产党的目标就是在中国实现社会主义。民主革命胜利以后，建立了中华人民共和国，一直到十年浩劫，这个过程中间，我们的社会主义建设都是中国化的苏联模式，因此都失败了。在中国这样一个贫穷落后的农业社会基础上，过去是半封建半殖民地的国家，究竟应该如何建设中国特色社会主义，这个问题无法解答。邓小平同志说，社会主义究竟是怎样的我们没搞清楚，因此他振臂一呼，开始了社会主义伟大的改革

开放。因此改革开放的本质就是如何在中国实现社会主义。

邓小平同志提出一个词，叫“中国特色的社会主义”，就是既要坚持马克思主义、社会主义本质和方向，同时又要从中国实际出发，实事求是地来实现。这就是我们在十四大起草政治报告的时候所讲的邓小平开创的中国特色社会主义理论，当时概括了十条，送给邓小平同志审查，他加了两句，第一句话叫“尊重群众的首创精神”，第二句话叫“集中全党的智慧”，这是十四大报告里有的。

他没有说顶层设计，他说的第一条就是“尊重群众的首创精神”。他还通俗地解释道：“农业改革不是我发明的，是安徽凤阳小岗村农民的首创；开放也不是我的首创，是广东宝安县群众和干部的贡献。”所以他认为改革开放都是尊重群众的首创精神，然后集中全党的智慧。我觉得“群众的首创精神”也是取决于邓小平同志的解放思想，如果没有邓小平同志的“解放思想，实事求是，团结一致向前看”，如果大家不解放思想，都是“两个凡是”，都是盛行个人迷信，都等着专家去做顶层设计，那群众的首创精神从哪里来？所以我觉得邓小平同志提出这两条加上去，他真的很了不起。

安徽省领导请了很多专家到小岗村参观。因为我本人是安徽人，所以当时也去参加了。去了以后，小岗村的党委书记带着我参观了，我问他：“你们小岗村现在人均收入多少？改革了以后过得怎么样？”他说：“我们现在日子过得很好，因为平安保险每年给我们一千万。”我就想：“这不是跟大寨一样吗？大寨也是政府给钱，不用参加劳动，小岗村的改革怎么变成这样了？”后来我看完以后，我就问他：“你们小岗村这场改革的基本经验是什么？”那个小岗村的党委书记是个很老实的人，他说：“这么多领导专家来，都没有讲基

本经验，我们不知道。”旁边凤阳县的领导说：“刘院长，您看了以后，您觉得基本经验是什么呢？”他把问题抛回给我了，我当时想了一想，认为基本经验有三条。

第一条就是要有为国为民之心。那个党支部书记冒着牢狱之灾的危险进行这场改革，就是为了老百姓的生活，否则老百姓每年到了秋收以后都要去逃荒，有半年会饿肚皮，他觉得这个是不行的。如果没有这份为国为民之心，这位书记是不可能进行改革的。所以我觉得所有的改革经验，一定要有为国为民之心，共产党员、共产党的领导干部都要真正地体会“为人民服务”的宗旨。现在讲的“不忘初心”，讲的就是不要忘记人民、以人民为本，其实就是小岗村的经验。

第二条经验，就是以先进生产力去代替落后生产力。什么叫改革？邓小平同志讲社会主义的基本任务就是发展生产，社会主义的改革就是要由先进的生产力代替落后的生产力。所以邓小平同志后来总结社会主义的本质，就是解放生产力，发展生产力，消灭剥削，防止两极分化，最后达到共同富裕。其中的关键是解放生产力，发展生产力。因此所有的改革，是真改革还是假改革，就是看能不能以先进的生产力代替落后的生产力，也就是后来邓小平同志讲的“三个有利于”，第一要有利于生产力的提高，第二个要有利于国力的增长，第三个要有利于人民生活的改善。只要符合“三个有利于”，我们就大胆地干，这就是中国特色社会主义。

第一是要发展生产力，如果没有先进生产力，何谈民生？发展了生产力，就能增长国力。没有国家的强盛，哪有人民的生活？所以第二是国力增长，第三才是改善人民生活。只有三者结合起来，才是中国特色社会主义，在我看来无论强调哪一方面，都不算是。所以邓小平同志开创这场改

革也不是很容易的，至于以后如何实现，一是尊重群众首创精神，二是集中全党的智慧。社会主义改革还在进行中，还得继续改革。

我觉得邓小平同志很了不起。当时我们总结社会主义经济的时候，他就提出了社会主义市场经济，这在当时争论得很激烈，有人极力反对。陈云同志提出，如果市场和计划两边兼顾，就不反对提社会主义市场经济。当时江泽民同志就请示邓小平同志，邓小平同志说：“我就是这个意思，我这些年来之所以不说，就是怕引起旷日持久的争论，耽搁历史机遇，现在既然大家都同意写社会主义市场经济，那就这么定下来了。”所以我们后来就定下来写社会主义市场经济了。

我们今天这场经济体制改革，以及我们所有的农业改革开放，就是要集全党的智慧，集群众的智慧。群众的创造精神是靠解放思想才能激发出来的，在搞个人迷信或“两个凡是”的情况下，何来群众首创？没有群众首创，如何搞顶层设计？这么多年的改革，有哪一场改革是顶层设计出来的？

所以我们今天纪念改革开放四十周年，我认为就是要怀念邓小平同志，就是应该发扬邓小平同志这种“解放思想、实事求是、团结起来向前看”的精神。解放思想，就应该敢于突破“两个凡是”这种当时对毛主席的迷信和个人崇拜，就是要尊重群众首创精神，然后集全党的智慧，改革才有希望。我的体会就是这些，仅供各位同志参考。谢谢！

**乔依德：**非常感谢刘院长！刘院长讲话一贯比较到位，他结合自身参与改革开放的过程，跟大家分享了自己的想法。下面我们有请第二位发言人，上海市社会科学界联合会主席王战先生，他发言的题目是“中国改革开放的路径：回顾与展望”，让我们热烈欢迎！

## 王战：中国改革开放的路径：回顾与展望

王战（上海市社会科学界联合会主席）：大家下午好！今天我想把改革开放的逻辑讲清楚，分析总结一下 40 年来改革开放的路径（图 1）。

一、“富起来”的成效与不足		二、“强起来”的战略举措
1. 理论创新：社会主义初级阶段	1. 先富与共富有待解决	1. 高质量发展、五大发展新理念、现代化经济体系
2. 计划生育：人口红利	2. 劳动力成本提高	2. 人才红利
3. 家庭联产承包制	3. 人均、地均产出受限	3. 乡村振兴、家庭农场
4. 开放倒逼改革发展：市场化、利用外资	4. 加工贸易转型、区域发展不平衡	4. 自贸区、自由港、全面开放政策
5. 园区模式：简易城市化运动	5. 园区模式泛化，“空城鬼城”现象出现	5. 产城融合、特色小镇
6. 土地批租：城市化积累	6. 地方债务与产业空心化风险	6. “房子是用来住的”、房地产调控
7. 非均衡发展：极轴式发展	7. 城市群、极轴发展不到位	7. 长江经济带、京津冀、粤港澳、海南自贸区
8. 财政包干与分税制	8. 中央与地方财权与事权不对称	8. 营改增等三项财税改革
9. 加入 WTO：相对繁荣机遇	9. 世界经济进入相对衰退期	9. 创新驱动发展战略、一带一路倡议
10. 渐进式改革：摸石过河	10. 改革动力机制衰减	10. 全面深化改革

图 1：从“富起来”走向“强起来”的路径分析  
——改革开放 40 年回顾与展望示意图

我在 7 月 24 日的《解放日报》上已经发表过了一篇文章，当时讲的是中国 40 年改革开放的十个“窍门”。这十条是我自己梳理的，我认为这十条是我们的经验和成效。在总结过程中，我发现了一个问题，我们有时候把一些在一定时间内很有成效的做法固化、神圣化了，认为只要这样做，改革开放就很容易取得成效，其实这是不对的。我后来就

想，做这个路径分析，关键就是要用辩证法。从经济学角度来讲，做任何一件事情都是有成本和效益的，如果有效益，它就一定要付出成本。所以表格中间这一栏，就是对于这十个方面的成效，我们所付出的成本、存在的不足，或者说是对于现在已经跟不上新形势的问题的一个简单表述。我们取得了十方面的成效，这十方面成效带来了成本或负作用，如果把这些问题想透了，那十八大以来，新时代要重点解决的问题也就看清楚了。

十条中的第一条是理论创新，这个理论创新说到底就是社会主义初级阶段。邓小平同志关于改革开放有一些经典的表述，把它归纳起来，每句话都是非常到位的，内在逻辑都是很清楚的。第一个，它解决什么问题？当时是“十年文革”刚结束，全国很多造反派的情绪十分对立，在这种情况下，已经十年没有好好搞生产了，根本不可能一下子进入角色。所以他提出一系列的说法，“贫穷不是社会主义”，争论是社会主义还是资本主义，都没有意义。他提出的十句话，环环相扣，大家可以仔细地去理解一下。我当时很疑惑，为什么不在广州搞特区，而要在深圳这个 20 万人的小渔镇搞特区？因为这个切口打得开，也收得住。深圳这个特区成功了，当时我们有 5 个特区、14 个港口开放城市、9 个沿海城市，并不是所有的城市都成功了，当初广西和河北就没有发展起来。所以我觉得理论创新应该是第一条。

但是理论创新遗留的问题是什么？从发展的角度讲，我认为关键是在先富和共富这个问题的认识上面是有偏差的。当时的贫富差距是比较大的，东部和中西部的差距也拉得比较大。但是在这个情况下，我们不可能一步跨过去。因为我参与过经济工作会议起草，我对这个有点感觉。我们几乎每

年经济工作会议都会提一个目标，叫“西部开发，东北振兴，中部崛起，东部率先”。我私下里提过意见，说：“这个四块合在一起不就是大跃进吗？”我们现在普遍号召的东西太多，而邓小平同志当时讲要改革开放，他抓住深圳这个点才打开了局面。十年以后，浦东也是这样。我认为当时的普遍号召，讲要从先富走向共富，有点过激，造成了我们现在的负债率高、产能过剩等方面的问题。西部大开发怎么开发？13个省市，570万平方公里，普遍号召下，每个省要开常委会形成文件，下到各个地级市又要形成文件。这和邓小平同志从深圳杀开一条血路，以及从浦东开发沿江，在做法上是有很大的区别的。

**胡延照：**荒无人烟的地方，再怎么开发也开发不起来，还是要抓住重点。

**刘吉：**全世界都是从沿海、从局部地方发展起来的，然后再慢慢推进。

**王战：**我把中央这一块的一些政策列出来，比如“高质量的发展”，“五大发展新理念”，“现代化经济体系”，这些都可以说是在初级阶段理论上的一些新提法。但是我觉得不能用了新的，就把旧的全部否定掉，有些东西是不能否定的。比如说刚才刘院长说的“实事求是、解放思想”，再比如“发展是硬道理”，像这些到现在还是管用的。其中有些论述可能随着时代的进步而淡化，但是我觉得思想路线这些东西还是要坚持的。

第二条我认为是人口红利，我把它放在家庭联产承包制之前。很多人说，中国改革从家庭联产承包制开始。其实对中国的发展起最大作用的就是30年的计划生育，但是现在最大的问题也是出在这里，所以我说要用辩证法去分析。

第三条是家庭联产承包制，它的好处不仅是体现在农村，而是使农民有了货币购买力。连续 5 年农民的收入提高 16%，中国 10 亿农民，每家人多五百块钱，那么我们的轻工业就得以发展。为什么 80 年代中期轻工业就发展起来了？轻工业发展起来以后，到 90 年代中国都发展起来了。因为我们使得农民有了货币购买力，促进了轻纺的发展，轻纺的效益增加又推进社会的发展，这个逻辑在发展的规律上是成立的。但是问题在于计划生育使我们劳动力成本提高很快。现在都说要搞现代化经济体系，我们的基础是小农经济，人均、地均产出都受到限制，要怎么建立现代化经济体系？为什么几乎全部的农村青壮年都选择去城市里打工？出现这种情况说明我们的家庭联产承包制起作用的时效性很短，甚至不到 30 年，我认为它真正起到积极作用的是前面 10 年。

第四条，我觉得中国的经验是开放倒逼改革。我们最早是从广东深圳开始的，深圳并不是一上来就改革，它首先是开放了，有了市场参数了，然后倒逼了我们东南五省的改革。我曾经把上海现象和东北现象作了比较，上海和东北都是“共和国长子”，两个都是交税最多的地区，但为什么上海走出了国门而东北没有？东北的边上有蒙古、俄罗斯、北朝鲜，没有好的开放条件，没有倒逼它的改革。上海是最典型的开放倒逼改革，浦东的开发开放促使了我们整个浦西 90 年代的国企改革，经历一百多万人下岗再就业，最后都发展起来了。

**胡延照：**当年东北的日子比上海好过。

**王战：**中央救东北三次，都没救起来。

**刘吉：**关键就是中央救东北。不救，它可能就改革了。上海交税给中央，中央拿去救东北，还如何能改革？

**王战：**这里面最典型的，一是引进市场机制，二是利用外资，这对我们的发展起了很大的推动作用。但是问题在于，加工贸易这个阶段已经结束了，我们现在处于一个转型阶段，带来了区域发展不平衡的问题。我做了很多西部、中西部的课题研究，三四十年来，东部迅猛发展，而西部仍然非常落后，西部对此意见很大。当初为什么中央在跨世纪的时候提出了西部大开发？实际上这也是必须的，不然这个国家会产生不平衡，会带来很多政治问题。

第五条有关园区模式。讲到中国改革开放，外国人感受最深的是中国遍地开花、五花八门的园区。我统计了一下，上海除了没有特区，高新区、新区、工业园区、出口加工区、保税区，一直到现在的自贸区，今后还有自由港，都建设过了。中国人为什么这么崇尚园区？很多领导一上台，就想着建设一个园区，引入外资，就可以升职上去。中西部地区就是上当了，他们认为建设了园区，外资就进来了，结果外资没进来，变成了“空城鬼城”，因为他们没有认识到园区的本质是什么。中国改革开放初期，我们的煤、水、电、道路、电话这些东西都不通，外资怎么进来？所以我把园区模式定义为一个简化的城市化运动，用最简单的城市的元素，满足外资能够进来以及落地。但是一旦将之神圣化就会出问题，所以我们现在的问题是园区模式泛化，“空城鬼城”现象出现。现在这个事情到了什么程度？现在国家级新区我们批了19个，将近2万平方公里，你看有多少人？

**胡延照：**为了指标，全面开花，没有条件的地方也要搞园区建设。其实我们如果继续解放思想，让已经集中的更集中，人口集中有什么坏处呢？产业集中有什么坏处呢？中国说到底，最重要的一条红利就是低成本运作，人口红利

是低成本，园区模式也是低成本。资本是要逐利的，“资本洼地”在上海。中国一条很重要的就是无论什么都要指标，每个省都要有指标，在我们这里还是计划的模式，一旦有机会就要出来“开花”。其实应该让有条件的地方去搞园区建设，国家发改委审批了那么多地方，最后你看看没有审批的都发展的很好，审批的倒不一定发展起来。

**王战：**因此我们都要辩证认识，既要看到好的方面，也要看到存在的问题。如此一来，中国城市化需要做什么，心里就有底了。

第六条是土地批租，水火两重天。土地批租刚开始的时候风声水起，前几年大家噤若寒蝉，不能说土地批租这个词的，一说土地批租，就好像犯过罪一样。

其实要将它一分为二地来看待，如果没有土地批租，就没有浦东新区。我认为它是中国在土地国有制、集体所有制下最大的创新。我们从土地批租这一块获得了 30 万亿。为什么今天我们的基础设施等方面甚至比一些发达国家都好？和土地批租这一块有很大的关系，我们不能否认这一点。但是它也带来很大的问题。因为一块地批 50 年，一届政府任期是 5 年，一届政府花掉了十届政府的土地上的钱。今年 100 多家工厂交税 20 亿，税收没达到指标，但土地一批就拿到了 40 亿，政府就会觉得批土地来钱特别快。特别是对于一些要做政绩的领导来讲，眼光都聚集到土地批租上了，从而带来产业空心化、商务成本推高等问题。我觉得要一分为二来看，要把这些问题看清楚。房地产是很重要的，现在一讲房地产，好像发展房地产是在犯罪一样。房地产的问题是结构问题，我们没有解决刚需问题，如果处理得好，房地产对中国产业的中高级增长，起码还能支撑十年、二十年。

**胡延照：**现在问题的关键是土地不能市场化，供给这一块是限制的，而需求一定是有的。供给稀缺，土地价格一定推高，房价一定奇高。土地一控制，房价就涨上去了。现在凡是房价上去的地方，就是炒房子。如果把上海放到整个长三角，现在是高铁时代，上海到合肥也就两三个小时。就算上海以后 3 千万人又怎么样？如果上海还有一百平方公里的土地可以开发房地产的话，房价又怎么会上涨呢？杭州已经把建德地区撤县设区，富阳那片土地再开放，地价也不会很高。南京也是这样，江宁有那么多土地。正如你所言，土地没有完全市场化，如果完全市场化，供给量增加，房价还会上涨吗？现在土地缺乏供给，再怎么控制，房价又怎么会降下来？

**王战：**所以我们作路径分析，先搞清楚来龙去脉。

**胡延照：**政府做保障房、租赁房这一块，我一直呼吁想要解放一点，肚量要大一点。保障房为什么不能对外地人开放？为什么不能对长期的农民工开放？如果开放，我认为房价的问题、先富后富的问题，相对来说就会更容易解决。

回过头来讲，农村宅基地为什么不能开放？农村建设用地为什么不能开放？我们开放太晚了。像上海，农村的建设用地 450 平方公里，建设用地比宅基地还大一点。农民现在为什么富不起来？因为土地不能转化为资本。农民稍微造一些旅游用房，都是违法建筑，都要拆除，如何富起来？你们现在到安吉去看看，安吉的农民宅基地是怎么做的？二层楼，允许造四层楼、五层楼，160 万投下去，亲戚朋友都可以住。民居有 6 百平方米，都可以出租，让城里人来住，就可以富起来。像我们现在宅基地不能动。刘院长刚才说的非常有道理，实事求是、解放思想，才能解决这个问题。

**王战：**第七条是非均衡发展。我前面讲到了，我们在城市群这个问题上过度发展了。1994 年我们到广州去，提议全国建设 10 个城市群，结果发改委搞成 24 个全覆盖的城市群。刚才我讲的西部大开发也是城市群问题，如果我们按照“发展轴”，可能不至于现在这么被动。十八大以后中央看到这个问题了，于是收敛到京津冀、长江经济带、粤港澳、还有“一带一路”，很明显把“全面开花”的发展转化为集中发展。

第八条是财政包干与分税制。现在来看，这一点很老派，但是在当时这是个实事求是的做法。因为财政包干对各个省市是不公平的，比如说上海的财政负担是广东的 70 倍，但是它又是符合实际的，因为国家原来对广东没有投资。上海在国家的财政收支表上都已经安排好了，也无法减轻。中央和地方财权和事权不对称的问题始终没有解决。1994 年以前中央下放给地方的财权和事权过多，1994 年以后又收回去太多了。现在是中央七分财权、三分事权，就造成刚才讲的房价越来越高的问题，因为地方政府的七分事权，唯一剩下的就是土地批租收入。

第九条是加入 WTO。当初 1995 年对于这件事情的讨论，学者们基本上都认为我们会吃亏，因为他们要价太高，加入 WTO 之后，我们的农产品、汽车零部件等产业都会被打垮。结果反而我们发展速度最快就是这一段时间。现在的问题是，当时是世界经济的一个相对繁荣期，2008 年进入一个调整期以后又该怎么发展？

第十条是渐进式改革，摸着石头过河。图 1 中间那栏有一句话，改革动力机制衰减，现在好多人没有意识这个问题。当初的改革，农民交了公粮，剩下都是自己的，所以积

积极性很高。地方财政包干了，交掉 105 亿，剩下来都是自己的，所以地方积极性也很高。所以改革自下而上有一个很强的动力机制。但是现在你看，农民有什么积极性？企业有什么积极性？地方政府有什么积极性？除了政绩上的积极性之外，其他在利益上有什么积极性？我觉得这个问题要进一步破解，不然我们的改革就缺少活力。

我把中央对每一条的政策，罗列在表中的第三列。对照前面产生的问题，我们还需要在哪一方面去突破、加强？这个问题留给大家。改革开放是大家要去总结的，大家看看在这些方面到底怎么来进一步推动比较好。我就说这些，谢谢！

**乔依德：**非常感谢王战主席，他从总的方面为我们梳理了一下，对于我们接下来的讨论奠定了很好的基础。下一位发言人是原市委研究室主任、中国国际经济交流中心上海分中心副理事长张广生先生，他的发言题目是“改革开放再出发必须把握好着力点”。

## **张广生：改革开放再出发必须把握好着力点**

**张广生**（中国国际经济交流中心上海分中心副理事长、研究员）：前面两位发言人一位讲本质，一位讲路径，都是在全国来讲。我就从上海这一个地方来讲，怎么把握好改革开放的着力点。上海要继续当好新时期全国改革开放的排头兵。国家对上海寄予的期望很大，部署的任务很重，工作涉及的领域很宽，需要突破的瓶颈很多。因此，上海必须把握好再出发着力点，选准推进再出发的实施路径，迈出改革开放再出发的坚定步伐。

上世纪 80 年代至 90 年代初，我国的改革开放出现了两个重要的历史转折：一是经济体制改革的重心，从以家庭联产承包责任制为主的农村改革，开始转向以搞活国有企业特别是大中型企业为中心环节的城市改革；二是对外开放的重心，从珠江三角洲及珠江流域，开始转向长江三角洲及腹地更加广阔的长江流域转移。

这两个历史性的转折，才有可能使上海从全国改革开放的“后位”走向“前沿”；而真正使上海从“后位”走向“前沿”，并成为全国改革开放的排头兵。上海在 90 年部署和推进全市改革开放整体工作过程中，把握住了改革“两个着力点”并选准了相应的推进实施路径。

第一是国有企业深化改革。上海是我国国有企业特别是大中型企业最为集中的地区，约占当时全国的十分之一。为此，上海在国家统一部署扩大企业生产经营自主权、推行多种形式承包责任制的基础上，率先在中央工作会议上讨论如何搞活国有企业特别是大中型企业时向国家提出，在“三个保证”——保证坚持社会主义方向、保证服从国家宏观调控，保证完成财政上缴任务——的前提下，允许上海实行“三项改革”——自费改革、自主改革和率先改革，使上海成为全国搞活国有企业特别是大中型企业的综合改革试点区。抓住搞活国有企业特别是大中型企业这个着力点，推进全市的体制改革，基本推进路径是“由此及彼”，贯穿了“企业改革到那里，配套改革跟到哪里”的总体思路，从国有工业企业改革，扩展延伸到商业、外贸、交通、建筑、房地产等各个行业的国有企业，从推进国有企业深化改革拓展延伸到各项配套改革，从改善企业外部环境拓展延伸到提高企业自身整体素质，从搞活各类国有企业逐步扩展延伸到整体

搞活国有经济，从而加快了企业、市场、社会保障、政府四位一体的城市经验体制改革进程，从计划经济体制转换为市场经济体制的进程。

第二是开发开放浦东。进入 90 年代，我国提出要扩大对外开放的地域，形成多层次、多渠道、全方位开放的格局。为此，国家做出了开发开放浦东的重大战略决策。上海抓住浦东开发开放这个着力点推进全市的对内对外全方位开放，其基本推进实施路径是“东西联动”，突破了当时我国改革开放在特定区域、特定领域采取特殊政策推进的策略思维，推进能沟通国内外资金、商品、技术、人才和信息的现代大市场体系建设，使上海的经济循环从主要依靠国内资源和市场的单向循环，逐步转变为依靠国内外两种资源和两个市场的双向循环；上海的城市功能从全国最大的工商业城市，逐步转变为全国经济中心城市，进而崛起成为又一个国际经济中心城市；上海深化改革的探索从建立社会主义市场经济运行机制，逐步转变为既符合建立中国特色社会主义市场经济体制要求，又符合按国际通行规则办事要求的经济运行机制。

上海改革开放的 40 年的历史轨迹和历史经验表明，只有把握住牵一发动全身的着力点，找准了纲举目张的推进实施路径，在敢为天下探索实践中才能从改革开放的“后位”走向“前沿”，并成为全国改革开放的“排头兵”。

在改革开放再出发的新的征途上，上海要继续当好新时期全国改革开放的排头兵，同样地面临着如何把握改革开放的着力点并选择与之相适应推进实施路径的问题。

我国经济目前已高速增长转向阶段高质量发展阶段，改革开放也从完善社会主义市场经济体制阶段转向加快建设

开放型经济新体制阶段。为此，党中央、国务院先后设立了 1+3+7 等 11 个自贸试验区，今年批准了建设海南自由贸易区（港）先行试点的自贸试验区还实现了升级版进入 2.0、3.0 时代，推出了更高水平、更大范围、更具含金量的改革开放措施。

我认为上海应该把建设自贸试验区作上海改革开放再出发的为根本着力点，以多元联动为推进实施路径，带动和推进上海深化改革进程，提高上海扩大对放开放的整体水平。这是因为我国现在建设的包括上海自贸试验区在内，本质上是对标国际最高标准、最好水平的改革开放综合试验区，尤其是上海自贸试验区的功能定位是以投资服务贸易为主的制度创新，这不仅仅是上海要建成“五个中心”，进而建设卓越全球城市的制度创新需要，而且也是上海与国家综合经济实力增强、参与全球治理能力提高相适应的服务国家战略的制度创新需要。因此，上海有必要把全市深化改革开放的重点、体制政策可动员的资源、统筹协调各方的合力相对聚焦在这个着力点上，以扩大开放促进深化改革，以深化改革促进制度创新，探索建立同国际通行规则相衔接的制度体系，形成体制化、国际化、便利化的营商环境，率先建立开放型经济新体制，更重要的是建立与建设卓越全球城市相适应的运行机制。为最大限度释放对标国际最高标准、最好水平建设自贸试验区对全市深化改革的带动、促进和引领作用，推进实施的路径可采取由此及彼、多点联动。

第一，自贸试验区 120 平方公里区域里实现联动。现有自贸试验区区域内有不同的功能板块、不同的行业、不同的市场主体，并未按照相同的负面清单和准入前国民待遇进行管理，要从根本上改变现有以投资服务贸易为主的相关改革

开放举措尚未惠及到整个自贸试验区域的状况。

第二，自贸试验区与功能区的联动。上海“五个中心”建设的主要承载区并不都在自贸试验区内，要从根本上改变虹桥商务区、吴淞国际游轮港区、北外滩航运服务集聚区、徐汇滨江文化区、松江 G60 科创走廊等与自贸试验区很少互动与联动的状况。

第三，自贸试验区改革与浦东新区及全市改革的联动。上海自贸试验区为全国提供了许多可复制可推广的制度创新，但更重要的是要复制推广与上海建设卓越全球城市相应的制度创新，要从根本上改变这方面缺少统筹兼顾和顶层设计的状况。

第四，上海自贸试验区与其它自贸试验区的联动。全国其他省市的自贸试验区尽管各自功能定位或侧重点有所不同，但都在实践探索中为全国提供了可复制可推广的制度创新，上海必须加强各自自贸试验区的联动，借鉴其他自贸试验区成功的做法以降低改革成本，联合攻关自贸试验区碰到的共同瓶颈和难点问题，从根本上改变自贸试验区各自为战的状况，同时也体现上海改革开放排头兵的作用。

毋庸讳言，上海在抓住自贸试验区这个着力点采取由此及彼多点联动基本路径，深化上海改革开放过程中，会碰到现有体制中许多不适应、不合理的障碍。探索克服体制障碍的制度创新，正是上海要继续当好新时期全国改革开放排头兵承担的新使命，必须要有敢为天下先的敢闯敢试。

**乔依德：**非常感谢张广生，广生直接参与了前一阶段上海改革开放整个过程，所以他在前面两位发言人的基础上，着重以上海为例，分析了怎么抓住改革开放的着力点或者说突破口，让我们进一步加深了对改革开放的理解。

下面这一位发言人还是讲有关上海的改革开放，我们非常高兴地邀请到原上海实业董事长、现国务院参事室特约研究员蔡来兴先生为我们做演讲，他演讲的题目是“上海改革开放的主要特点”，让我们热烈欢迎！

## 蔡来兴：上海改革开放的主要特点

**蔡来兴**（研究员）：我 1978 年进入上海市计划委员会工作，从此参加了市里许多重要文件的起草工作，参加了上世纪 80 年代上海发展战略大讨论，参加了上海与国家财政包干方案讨论和制订，参加了制定浦东开发开放发展战略和规划，以及制定 21 世纪的上海发展战略。1995 年我离开市委市政府机关，赴香港上海实业集团工作。因此，回忆上海改革开放 40 年历史，我只能讲上半段。

上海改革开放有三个里程碑：第一个里程碑，上海怎么从中国改革开放的后卫走到前沿；第二个里程碑，上海怎么从前沿成为排头兵、龙头；第三个里程碑，上海怎么建设卓越的全球城市。这三个里程碑，都充分体现了时代特征、中国特色，也充分体现了上海特点。

这三个里程碑，我前面两个都参与了，特别是 1993 年、1994 年，我和今天在座的胡延照、王战、张广生、陈伟恕等同志都一起参加了 21 世纪发展战略大讨论。我剖析一下第二个里程碑，看一看上海改革开放的主要特点，这是我今天发言的主题。我认为这个特点主要有三个方面：

第一，上海是以全市性的大讨论、大调研，作为制定全市改革开放大政方针的先导。

这场全市性大讨论、大调研，实际上就是着手进行

1996-2010 年上海改革、开放和发展长远规划大框架的总体筹划和设计。现在，回过头来看，当时，上海从实践上讲，已跳出了“摸着石头过河”，开始注重顶层设计了，这应当讲是上海的一个很重要特点。为了做好顶层设计，当时采取了许多重大举措。

首先，成立了全市战略大讨论的领导机构，从组织上加以保证。当时市里非常重视，时任市长、分管副市长亲自挂帅，成立了一个领导小组。我们又组织了课题组，层次高、规模大、时间长，当时集中了差不多 600 人，有市政府委办局区县的主要领导，大专院校顶级的专家，大型企业、民营企业的主要负责人，集中了差不多两年时间，为上海跨世纪发展战略的顶层设计提供了强有力的组织保证。

其次，开展了思想大讨论。当时，我们有个核心组，大概十来个人，花了很长的时间，通过上下结合重点讨论了许多重大问题。当时重点讨论了三个问题：

第一个问题是世界新一轮经济增长重心的转移问题。世界经济增长重心转移的趋势怎么样？动力机制是什么？路径是什么？课题核心小组从理论上对这个问题进行了深入的研究。

第二个问题是着重研究了十四大以后，中央对上海提出来的“一个龙头、三个中心”的一些战略意义和核心的要求。1994 年之前，邓小平同志连续 7 年春节都在上海度过，他一再对上海提出：“你们要抓住本世纪最后的尾巴，这是你们上海唯一的希望。”要求上海思想更加解放一点，胆子大一点，步子快一点，提了很多的要求，同时希望我们成为参与国际竞争的国家队。

第三个问题重点讨论研究的上海“一个龙头、三个中

心”的建设有什么机遇和挑战？我们面临的是百年一遇的难得机遇，但也面临着非常严峻的挑战。

这些讨论的过程，实际上就是头脑风暴的过程，是思想大解放、大统一的过程，是集思广益汇众智的过程，也是发动方方面面献计献策的过程。

还有，十分重视理论探索与实证研究相结合。当时，我们采取了三大举措：

一是，组织多个团组赴发达国家实地考察。上海要制订跨世纪规划，坐在家门口闭门造车是不行的。发达国家的现在就是我们的明天。当时我们组了三个团分别去美国、欧洲、日本和韩国进行实地考察，给了我们巨大的启发。

二是在全市性大调研、大讨论基础上，成立了一批综合性、专业性和地区性的长远规划小组，在新的指导思想引领下，与本部门、本地区、本单位实际相结合，开展 1996-2010 年长远规划研究。

三是多次召开国内外高层论坛，进行深入讨论。在最后一次论坛上，我们把一年多研究成果先向参会国内外高层专家、学者和国务院部委的领导作了汇报，再请大家进行审议讨论。一方面，检验一下我们的成果。同时，抛砖引玉，请参会专家们提出重要建议，汇集各方智慧，充实完善了我们战略研究的成果。

第二，改革开放重大举措必须围绕上海的战略任务来展开，做好服务工作。

通过全市性跨世纪战略性大讨论、大调研，我们必须回答好上海未来发展的战略目标、功能定位、战略思路和重大举措等重大问题。

第一个要回答的是上海建成国际经济中心城市的战略

目标。根据规划，到 2010 年，上海基本建成国际经济、金融、贸易中心之一。此后，再用 10 年或更长一段时间，建成国际经济、金融、贸易中心之一，并跻身于世界级的国际经济中心城市行列。

第二个要回答的是功能定位问题。上海的基本功能定位为集散、生产、管理、服务和创新五大功能。集散功能，即在国内外经济活动中有效地实现商品和要素的集聚和扩散，成为国内外资金、商品、技术、人才和信息“五流”流动的中心；生产功能，即充分利用原有的工业基础，转变功能，扩大规模，增加绝对额，从数量的扩张转向质量的提高，着重强化技术创新、产品开发和加工制造功能，发展代表国家工业化、现代化发展潮流的支柱产业；管理功能，即成为一大批全国大公司、大企业集团总部及跨国公司总部或地区总部的汇集地，通过这些企业的指挥决策系统，发挥投资决策和产业配置、生产组织功能；服务功能，即为国内外各类要素自由流动和优化配置提供所必须的交通运输、通信信息、中介咨询、会务展示、娱乐休闲服务；创新功能，即率先同国际通行的管理制度和管理规范接轨，成为新的城市管理制度和企业制度的发祥地之一。

第三个要回答的是战略思路问题。上海迈向新世纪的总体战略是：抓住难得机遇，主动接受转移，实施东西联动，实现梯度起飞。具体要实施四大战略：一是极化、扩散与创新相结合的转移战略，其中必须在接受转移过程中把技术创新放在特别重要的位置上，逐步使上海真正成为高新技术产业的发展源头；二是沿海、沿江共同发展的推进战略，合理分工，加强协作，各展所长，优势互补，发挥强大的整体优势；三是对内对外全方位的接轨战略，促进企业生产经营

活动在国内外更大的空间范围内实现专业化、集约化和规模化，实现社会化大生产；四是高起点、跳跃式发展的跨越战略，充分发挥后发性优势，广泛利用世界最新科技成果，突破正常发展轨道，实现后来居上。

第四个要回答的是推进战略目标实现的重大举措。为把上海基本建成国际、金融、贸易中心之一，初步确立国际经济中心城市地位，必须采取的一系列重大措施，包括加快培育服务全国、面向世界的城市功能；支持和促进长江流域经济共同繁荣；加快城市空间布局 and 产业结构布局调整；围绕建立现代企业制度，率先建立社会主义市场经济运行机制；加强人力资源投资和开发；拓展资金筹措的新渠道等。

为了实施这些战略任务，大家进一步解放思想，提出了一系列具有战略意义的改革开放的开创性的一些新思想。当时我们提出上海要成为“五流”中心，提出了全要素的分配，提出了市场化的资源配置，提出了现代企业制度的建设，提出了自贸区，提出了建立大市场，等等。改革开放的重大举措，是在特定条件下提出来的，是要为战略任务的转变、功能的转变、定位的转变服务的；是通过上下结合，理论与实践结合，不断“头脑风暴”，不断集思广益，不断总结提炼出来的。我觉得上海这一特点也是很明显。

第三，上海是以扩大开放来推动深化改革的。这一点是中国普遍特色，但是上海更突出一些。

中国改革的根本目的是要更好地融入世界经济大潮，更充分参与国际竞争，最终推动生产力的大发展。这就要求我们必须学习借鉴发达国家的先进经验，必须采用国际通行的惯例和游戏规则。所有这些都必须通过扩大开放，不仅引进发达国家的技术、产品、资本、人才，还要引进他们先进的

生产方式、管理方式和游戏规则，来改变我们原来不适应的生产方式、管理方式和交往方式。从这个意义上讲，我国深化改革的过程，就是不断与国际接轨的过程，是要通过不断扩大开放来推动的。

上海上世纪九十年代改革开放和发展，是通过浦东开发开放来推动的。而浦东的大开发，从本质上讲是通过大开放来推动的。

浦东通过建立面向世界的陆家嘴金融贸易区、金桥出口加工区、外高桥出口加工区和张江高科技园区等载体，采取国际通行的惯例和游戏规则，大规模引进技术、产品、人才和资本，为上海建立国际金融、贸易中心和先进出口加工基地奠定了基础。特别是浦东利用土地批租，把土地资产资本化、证券化，为上海开辟了利用外资、完成资本原始股开辟了新路。

上海实际上是以浦东的大开发、大开放来推动了浦西的大改造、上海的大发展。当时，我们提出“以东带西，东西联动”的口号，特别是利用土地批租的方式，为浦西大规模基础设施建设，大规模进行旧城改造，大规模进行国有企业改制，筹集了大量资金，加快了上海大发展，都发挥了巨大作用。

还有，上海通过扩大利用外资，建立大量外商独资、中外合资等“三资”企业，通过在境内外资本市场上市，又通过建立自贸试验区，来进一步推动国企改革，推动政府职能的转变，推动上海与国际交往方式的改变，使上海国企更具有活力，上海城市更具有国际竞争力。

上海通过全市性大讨论、大调研，集海内外智慧，共同进行上海跨世纪改革、开放和发展大战略的顶层设计，是

一种尝试，也是上海过去 40 年改革开放的突出特点。经过 600 多人近 2 年的艰辛探索，取得了一批重大成果：其一，从对世界经济增长中心转移的基本规律的深入研究，在理论上论证了上海崛起为世界级城市群、国际经济中心的必然性；其二，从对世界城市四级分类的深入研究，认为上海未来发展对标的是纽约、伦敦和东京等世界级城市，上海的目标定位就是建设世界级城市，即国际经济中心城市，这与上海后来提出的建设卓越全球城市的目标也是一致的；其三，市计划委员会、建设委员会和有关委办局、浦东新区等政府部门，以及上海各大学和研究机构，分别就上海跨世纪战略，从各自工作需要和优势出发，选择了一批重大战略问题进行了深入研究，完成了一批高质量的研究成果，为上海制定跨世纪战略打下坚实基础；其四，总课题组汇总了所有研究成果后，经反复讨论，最终提出《迈向 21 世纪的上海：1996 年—2010 年上海经济、社会发展战略》，这是指导上海未来 15 年发展的纲领性文件。

检验上海跨世纪战略研究成果，上海改革、开放、发展的顶层设计和采取的重大举措，是否具前瞻性、科学性，方法之一，便是对其中经济、社会主要指标进行验证。为此，我们专门查阅了《关于上海市 2010 年国民经济和社会发展规划执行情况与 2011 年国民经济和社会发展规划草案的报告》，并对比 1994 年制定的《迈向 21 世纪的上海：1996 年—2010 年上海经济、社会发展战略》，除少数指标未能达标，多项指标基本吻合，部分指标被实践所超越了。

当然，跨世纪的战略研究并非完美无缺，还有不少遗憾和不足。譬如，当时比较注重接受上一轮世界科技和产业革命成果的转移，对正在酝酿中的新一轮科技和产业革命重

视不够，对自主创新、源头创新重视不够；又如，战略研究对上海如何依托、带动长三角地区和长江流域发展中所面临的困难、阻力估计不足，因此，尽管上海已尽很大努力，但区域协同发展的实质性进展并不大；再如，在上海城市功能和生产力空间布局上，虽然已按照建设国际经济、金融、贸易中心作了重大部署，但现在回过头来看，市中心 10 个区因历史遗留问题，各自小而全，造成城市核心功能分散，捏不成拳头。这些问题只能留给后的战略研究和顶层设计中逐步予以解决。

**乔依德：**我们从蔡董的发言就能看出他的经历，他在政府部门工作过，也在海外的实体部门工作过。非常感谢蔡董！

下一位发言人是原上海银行副行长王世豪先生，他的发言题目是“论金融改革和经济改革的相互促进”，让我们热烈欢迎！

## **王世豪：论金融改革和经济改革的相互促进**

**王世豪**（上海银行原副行长）：感谢各位领导！我在金融界正好工作了 40 年，所以对这个题目很有感触。我以前在人民银行工作过十多年，我也曾亲身参与了四家市级和全国金融机构的筹建和工作，第一家是上海市城市信用社联社，第二家是上海银行，第三家是全国城市商业银行资金清算中心，第四家就是东方证券公司，（它的前身主要是 27 家城市信用社的证券部，我参加了 27 家证券部的筹建）。我参加了这四家金融机构的筹建工作，并且先后出任过这几家金融机构的主要领导之一。所以我想从金融的角度，谈一

谈对四十年金融改革的回顾以及一些展望。

我从人为本主义维度出发，回顾四十年改革，分为六个阶段。

第一阶段是八十年代初到九十年代初这十年，中国人主要解决“吃”的需求。当时的社会经济改革的目标主要是解决吃的原料的生产短缺的矛盾。中央采取的改革措施主要是以凤阳县农村联产承包制为主的农业革命，同时以生产穿的原料（化纤）为主的石化革命。当时从国外引进了四套石化设备，山东、辽宁、南京、上海共四套石化设备。为了支持农业革命，所以在 1980 年农业银行从合并在一起的人民银行当中独立出来，在新中国历史上第三次恢复农业银行，恢复支持农业的职能。为了支持四套巨资引进的大型石化设备的建设，1983 年建设银行从财政部下属的拨款单位独立出来，由一个进行资金划拨的部门改组为建设贷款为主的国有专业商业银行。中央在 1983 年又把人民银行一分为二，组建了专门行使中央银行职能的中国人民银行，和专门为城市工商企业服务的中国工商银行。在这样一场解决“吃”的原料生产的改革当中，我国的金融改革形成了以人民银行领导的工、农、中、建国有银行为主的金融体系。

第二阶段就是八十年代中期到九十年代中期这十年，需要解决“穿”的问题。我们解决了原料，就要把它加工成产品，比如说将小麦变成面粉，将面粉变成面包、饼干；又比如将甘蔗加工成糖，再将糖加工成糖果；将棉花化纤纺成纱，纱要织成布，布要印染后加工成服装等，都需要大力发展轻纺工业，当时的国营企业不能完成这一历史任务。必须要改革，因此 1983 年初，乡镇企业为主的“苏南模式”在江苏的无锡和苏州应运而生。那么乡镇企业生产出来的食品

和轻纺商品如何送到消费者手上呢？当时国有商业企业不能完成这一历史使命，必须要改革。应运而生的是个体工商户，在城市里产生了许多小商品市场，通过这些小商品市场把乡镇企业生产出来的商品传递到消费者的手上。由于最早温州人从事流通领域为主，我们称之为“温州模式”。这些“苏南模式”的乡镇企业、集体所有制企业的创立资本从何而来？资本的来源当时就是通过金融的股份制改革突破实现的。最早的是 1984 年上海的小飞乐股票公开发行。企业获得了大量订单，生产能力要扩大，所以股份制的发行市场就从“老八股”到 1992 年“认购证”的大规模发展，一直到现在为止是 3500 家上市。在城市里大量的小商品市场、农贸市场成立之后，由于外地的企业无法在当地的工、农、中、建等国有商业银行去开户、存款、贷款、结算，为他们服务的城市信用社应运而生，比如武汉汉正街信用社、上海豫园城市信用社、北京沙滩城市信用社等。同时，发行的股票需要流通，因此 1986 年 9 月 26 日我们上海静安证券业务部挂牌交易飞乐音响等股票，标志着中国股票的流通市场正式诞生。

第三阶段是八十年代末期到九十年代末期这十年，中国人的主要矛盾是解决“用”的问题。社会改革主要矛盾是解决老百姓在满足了“吃、穿”问题之后“用”的需求矛盾。计划经济时代家庭老三件的用品是“缝纫机、手表、自行车”，但是发展到八十年代末，这时候电冰箱、洗衣机、电视机新的三件进入家庭，之后有出现了“又三件”——空调、电脑、音响。这些家庭用品当时的市场需求量可谓排山倒海，为此各地方政府纷纷大办家电工厂，引进了 170 条的流水线，这还不够，还需要从国外大批进口家电商品。为

此，我国进行了外贸革命并发行了外汇券。家电革命和外贸革命完成了中国人对日用品的需求矛盾。在这一过程当中，各个地方政府开办大量的家电工厂等地方企业，它需要有自己的金融机构，所以纷纷向中央政府提出开办金融的要求。中央政府为此开了一个口子，每个地级市可以办一家信托公司，这样信托公司在 2、3 年之内迅速开办高达 239 家之多。此外沿海各省地方政府向中央政府提出要开办商业银行的要求，于是广发银行、深发银行、浦发银行、兴业银行等都在沿海各省出现了。这些金融改革给地方政府带来了大量资金。这一阶段解决了“用”的问题。

第四阶段是零零年代（2000 年）至今就是解决“住”的需求，从零零年代一直到现在，中国社会经济的主要矛盾是解决住房问题。住房问题是一个社会经济的改革，首先要解决住房的原料供应（土地），住房的生产（建材和开发商）、住房的销售（计划分房改商品房），土地革命以土地批租政策为开端，同时搞了住房革命，就是福利分房改成为货币分房，公有住房改革成为私有住房，所以中国的城市居民享受了 1 万到 2 万左右买了一套存量公有住房，增量住房则由福利分房改革成货币分房。上海等沿海地区走在前面，土地批租搞的比较早，开发按揭贷款、住房按揭贷款、住房公积金的制度也在上海市逐步向内地各省市纷纷辐射推广，尤其是土地批租制度和房屋的按揭贷款制度，给城市和房屋的建设、以及房屋的销售带来了巨额资金。这样大规模的金融改革，解决了“住”的问题，这是第四阶段。

第五个阶段是零零年代（2000 年）至今，解决“行”的问题，交通革命应运而生。“住”的矛盾解决之中，“行”的问题提上议事日程。当时中央政府发行了大量的国债来建

设飞机场、铁路、高速公路等，而这些城市基础设施是民营企业、小型企业所不能完成的，它属于公共产品，只能由政府完成。由于“铁公机”等公共产品回报率低，借款期限长，所以金融配套改革专门办了三家政策性银行——国家开发银行、农发银行、进出口银行，专门办理这类业务。由于发行的大量的国债，企业债需要流动，发行国债以及转让国债的银行间债券市场就在上海建立起来。同时汽车行业的兴起，银行业陆续办了汽车按揭贷款。在零零年代逐步兴起的银行债券市场促进了我国货币市场的逐步形成和完善。同时由于要引进外资开办汽车厂和房地产开发，大批的外资银行也开办起来，我们的汇率改革和外汇改革也随之进行。

第六个阶段壹零年代（2010 年）至今，是“玩”。“行”的问题解决之后就是“玩”的问题，解决人的全面发展需求的矛盾。我认为 2008 年的奥运会和 2010 年上海世博会掀开中国人消费需求迈上第六台阶的大序幕。人的“吃、穿、用、住、行”的物质需要满足之后，现在“玩”，也就是要解决人民对体育、卫生、旅游、文化、休闲、理财这些需要矛盾，都是指人的精神层面。财富增长之后，也需要财富的保值、增值。创意产业、新兴能源、网络经济产业迅速兴起。随着旅游产业、文化产业、休闲产业大规模的兴起，配套的金融改革是信用卡大发展，结算体系大发展，股票市场大发展以及理财市场大繁荣。为了扶持创意产业、网络经济、新兴能源这些新兴产业，我国的 PE、VC、新金融、小贷公司、村镇银行、网络金融、科技金融等，以及股票市场上的中小板、创业板，都迅速创立起来，大量的资本去服务发展这些“玩”的产业。

上面简要回顾总结以上 40 年来中国人以人为本的六个

消费阶段的社会经济改革的同时，也回顾了一下我国 40 年的金融改革。对于 40 年中国经济金融改革，我认为有三点结论。第一，以人为本的思想贯穿中国整个 40 年金融经济改革的全过程。第二，金融改革始终和经济社会的改革紧密结合，既推动和促进了经济改革和经济发展（总的标志是贸易全球第一、GDP 全球第二），也使金融业得到了极大的发展（主要标志是外汇储备全球第一，M2 总量全球第一）。第三，从以人为本的六大层次经济需求看，我们中国的经济高速发展，应该说尚有 10-20 余年中速发展的潜力。因为从全球的人类社会 GDP 的构成来看，“吃、穿、用”大约占到 GDP 的 25%，“住”占 25%；“行”占 25%；“玩”占 25%。我们的“吃、穿、用、住、行”还有一个升级换代的过程，比如普通绿皮铁路建设升级为高铁、普通公路升级为高速公路电梯的使用，从高楼普及到 2 层楼也要用电梯等等。所以我认为从人类社会发展的前景看，我们还有 10-20 余年可以中高速发展。

对于今后金融改革的展望，首先，我认为目前中国的国际金融地位发生了三个变化：第一，从资金短缺的国家变成了资金富裕的国家；第二，从资本输入的国家变成了资本输出的国家；第三，从债务国变成了目前全球最大的债权国，其中最大的就是对美国的政府债权。

其次，就是从中国国际金融地位的重大变化看：第一，中国目前在世界银行的投票权从 2.7% 提升到 4.4%，中国人林毅夫曾出任过世界银行的副行长；第二，中国在国际货币基金组织（IMF）的投票权从 3.6% 上升到 6.3%，中国的朱民和张涛（在任）出任 IMF 的副总裁；第三，全球认同人民币加入 SDR，权重为 10.92%，成为全球货币的五大“常

委”之一，中国人还自己组建了“亚投行”、“金砖银行”。

今后的展望，回顾我国 70 年的历史，前 30 年毛泽东时代的计划经济时代初步建成工业化，它的资本来源于：第一，国内的积累主要靠“工农业剪刀差”和自力更生和艰苦奋斗，大规模地储蓄，缩衣节食；外来的资本是苏联支援的 156 个项目建设。在我国 40 年的改革开放当中，我们主要完成两件事情，第一是完成了工业化，第二是完成城市化。在工业化当中，最主要的就是靠改革开放吸引外资和国内的民资形成巨额资本，资本的主要载体是全国两千多个经济技术开发区，吸引全世界的资本过来，资本来了，技术、管理、人才等等就都来了，加上低成本，成就了全球最大的制造业大国。另一个就是城市化，我觉得城市化最重要的特色就是将土地变成资本，土地出让金制度使得中国各地方政府获得了约 40 万亿的巨额的城市建设资本。如果没有这样一个中国特色的资本形成和集聚，中国根本就无法完成引起全世界惊讶和瞩目的城市化建设以及基础设施建设。

这两个主要任务完成之后，我们未来主要建设“信息化”社会。我认为最重要的就是怎么样促使金融创新来形成资本，来推动信息化、智慧化的社会建设。在我们今后二三十年内实现强国梦的过程当中，这可能是我们中国的金融业、经济学界、金融学界需要深入探索的一个问题。因为这个过程当中的资本，出了资金之外，还有大量的知识资本、人才资本怎么和金融资本结合起来？怎么量化为我们推动信息化的资本？如果这个推动信息化的资本在探索过程完成了，我们的信息化的社会也就能建成。

最后衷心祝愿各位领导、各位嘉宾，身体健康、事业顺利、家庭幸福。谢谢大家！

**乔依德：**谢谢王行长从金融改革跟经济发展的关系进行了一个系统的阐述。我特别注意到，他讲到今后中国中高速发展的潜力还有 20 年，让我们拭目以待。下面有请我们最后一位发言人，也是我们基金会的好朋友、老朋友，上海交通大学中国发展研究中心主任陆铭先生，他发言的题目是“改革开放 40 周年，我们落后在哪里？”，大家热烈欢迎！

## **陆铭：改革开放 40 周年，我们落后在哪里？**

**陆铭**（上海交通大学中国发展研究中心主任）：改革开放 40 周年，成就斐然，但更应该总结问题。当前中国遇到的困境是，经济已经现代化和全球化，但是，思想和治理跟不上。

现代经济是以经济集聚在少数地区为基本特征的。而且，大城市周围的都市圈在国家发展中越来越重要，特别是当现代服务业占比越来越高的时候。

同时，在一个开放经济中，海港的重要性越来越强。这在本质上是一个技术问题，也就是说，几百年来，海洋运输成为国际贸易最便宜的方式，因此，全球化是由海洋贸易主导的。

与上述趋势相比，中国普遍存在着农业社会和计划经济残留的思想意识和治理模式，远远不能适应经济现代化和全球化的需要。

第一，惧怕集聚和人口流动。在农业社会，人口是天然均匀分布的。而且人口与土地的结合，导致人口流动天然是比较低的。这使得我们惧怕人口流动，惧怕离开土地，而且不是离开土地的农民惧怕，是政策制定者和少数生活在

城市里的学者惧怕。比如，全世界的城市化进程，必然伴随着空心村出现，但在中国，空心村被污名化。再如，一个国家内部，人口流动是劳动力资源优化配置的必然现象，而在中国，东北等地区人口流出所带来的问题被夸大了。由于不理解经济发展和人口流动的规律，在农村地区的土地改革缩手缩脚，甚至打着保护农民的旗帜，阻碍资本下乡，使得农民所拥有的土地使用权，不能真正获得资产收益。

第二，对宜居的误解。人们片面的把城市生活质量和宜居理解为青山绿水和低密度，带着乡愁建城市。而事实上，现代城市的宜居首先是消费的质量和多样性，特别是服务消费的质量和多样性。而城市的环保则更加体现为低碳的生产和生活。低碳的生产，恰恰通过提高城市服务业的比重来实现。而低碳的生活，恰恰需要在城市和大城市里的公共基础设施（比如轨道交通）来实现。通过生产和生活方式的变化，恰恰是人口密度比较高的城市，人均碳排放量和 GDP 的单位排放量更低。

第三，缺乏公民观念。由于长期的农业社会，中国民众一直缺乏公民观念。人们的利益格局仅仅与家庭和社群结合在一起，却看不到整个国家和城市层面有共同的公共利益。这一点，在中国城市人口规模和如何对待外来人口的问题上，表现尤其突出。户籍制、公共服务的歧视等，在本质上，是为了保护短期局部的利益，结果是，既牺牲了经济增长，又危害了社会和谐，损失了国家的长期公共利益，最终也不利于本地户籍居民的长期利益。

上面三点主要跟观念有关，下面三点，主要跟治理有关。

第四，分权模式下的均匀发展，不能适应现代经济。自

自古以来，我们就把平衡发展理解为经济和人口的均匀分布。而现代经济的均衡发展，是指人均收入和生活质量在地区之间的均等化，以及在区域经济集聚发展背景之下，伴随着的地区之间的分工，而这又恰恰建立在人口自由流动的基础上。由于对这个规律不理解，在经济分权模式之下，每一个地方都追求短期投资和经济增长最大化，同时，中央动用行政力量把资源引导到欠发达地区，最终形成的是欠发达地区空置的工业园和新城，以及地方政府债务，整个国家的资源配置效率是下降的。（顺便说一句，在学术研究中，认为中国的分权模式和县域竞争有利于经济增长，这种陈腐的视角应该被抛弃了。如果说中国的模式有利于增长的话，最多有利于局部的短期的增长。而在整个国家层面，却造成的是投资过度、重复建设和资源错配。）

第五，政府凌驾于市场经济之上。社会各界根深蒂固的不相信市场经济，往往把当前中国发展中存在的一些问题，归结为市场经济的问题。而事实上，大量被人们所抱怨的那些问题，包括收入差距、公共服务提供不足、房价高、环境质量的恶化，等等，在很大程度上都不是市场经济本身必然存在的问题，而是政策失误、管制不当和供给不适应需求所导致。对于市场经济的不信任，甚至演化成了越来越严重的对于市场经济的干预，甚至直接干预价格形成机制。在当前，我们必须理解到，中国经济的起点是计划经济，大量现存的管制和干预，并不是在修复市场经济的不足，而是在违背市场经济发展的规律，甚至和市场对着干。限于篇幅，仅举一个例子，中国的高房价是局部地区的现象，在本质上是因为在人口流入地限制土地供应而导致的。而当下的做法，是通过打压需求，去控制原本由供给不足所导致的

高房价。这些做法，在本质上违背十八届三中全会的精神，没有让市场成为配置资源的决定性力量。

第六，对融入全球化的准备不足。在国际上，由于对海洋贸易所推动的全球化进程认识不足，未能充分认识到，以欧美为主导的面向海洋的世界贸易体系是当今世界的主流。中国自从加入 WTO 以来，享受了海洋贸易所推动的全球化红利。但是，我们对此认识不足，政府主导的资源配置方向是远离海洋。在国际上，对于既有国际贸易体系和国际关系的态度，都仍然没有摆脱大陆帝国的心态，未能充分融入海洋贸易所推动的国际体系。问题是，沿大陆往西，是不是人类文明和现代化的方向？这一点，是需要深刻反思的。

因此，中国下一程的发展，我认为要充分尊重经济规律，正确面对由海洋贸易所推动的全球化进程和国际经济秩序，具体来说，要做到三点。

第一，坚决贯彻十八届三中全会到十九大的决议，让市场成为配置资源的决定性力量，真正的以人民对美好生活的向往作为工作的目标。

第二，在市场成为配置决定性力量的前提下，政府的确要更好地发挥作用，但政府发挥作用的时候要践行社会主义核心价值观，其中最为重要的是自由、平等、公正、法治。

第三，为构建人类命运共同体打下共同的制度基础，那就是市场经济、民主政治加对外开放。

最后，我想说 16 个字：世界大势，滚滚潮流，顺之者昌……最后这四个字，是个选择题，我的希望是，选择“时不我待”。

**乔依德：**非常感谢陆铭教授，最后做了一个思想上很有开拓性的发言。从我们现在存在的问题，从农业社会、计划

经济所形成的一系列的概念，与我们现在已经进入了全球化、现代化的现实之间的冲突，谈了六个方面的问题，最后也提出今后应该去做的三点。

下面我们还有半个多小时的时间进行自由讨论和发言。我想在座有很多专家、学者，还有很多直接参与了改革开放的朋友，希望大家可以自由发言，可以提问题，也可以讲讲自己的感触。

## 自由发言与讨论

**左学金**（上海社会科学院研究员）：刚才听了亲历中国或上海改革的各位领导和专家的发言，很受启发。刚才刘院长说改革的本质，王主席从“富起来”到“强起来”归纳了改革开放取得的成绩和面临的问题，我感觉都讲得很好。

无论是从全国来看，还是从上海来看，我认为我们的改革最根本的还是要打破计划经济的思想观念，让市场来配置资源。我们改革取得的成绩，无论是土地改革、劳动力改革，还是金融的改革，都是对外开放。如果说我们改革取得了什么成绩，最精炼的话总结，就是市场配置资源。往前看，深化改革还需要做什么？那就是在很多领域，我们的市场资源配置还不够彻底，权力对微观经济活动干预得太多。我们如何通过改革在微观经济活动这个领域，像十八届三中全会说的那样，让市场更好地发挥决定性的作用。

因为我从事人口研究的，所以从人口劳动力市场来看，很明显地感觉到改革开放是怎么一步步走的。最早计划经济的时候，农民只能呆在农村里，到城里去要办理临时户口，不能久待，做农业也主要种粮食，都不能多种经济作物。改

革开放以后，允许农民选择种植的作物种类，如果农业劳动力有剩余，可以去搞乡镇企业，也允许到小城镇去落户，允许中西部农民大规模向沿海流动。这是一个不断向前递进的市场配置资源的过程。

当然从劳动力来看，现在的市场还是有一些问题，比如说我们的户籍制度。没有户籍的农民工到城里是低人一等的，实际上很多权利没有保障。从短期来看，它有一定的原因，但是从未来 50 年、100 年来看，这个制度不符合市场配置资源的要求，因为户籍制度是计划经济的产物。

中国的运气也比较好，王主席刚才也说了计划生育给中国带来人口红利。我们的生育率真正大幅下降发生于 1970 年至 1979 年。在改革开放之前，我们的生育率从 1970 年的 5.81%，降至 1979 年的 2.75%，十年降了一半，这在人类历史上最空前的。后来生育率的变化是经济社会的变化所推动的。为什么说中国的运气比较好？因为 50 年代、60 年代大量人口出生，然后到 70 年代、80 年代大量需要就业的时候，我们进行了改革开放。如果邓小平同志改革开放的决策再晚 20 年，我们 50 年代、60 年代出生的劳动力就没用了。

恩格斯说过：“我们需要政府，因为政府是凌驾于社会之上来平衡社会的利益，避免社会在无谓的阶级斗争当中走向灭亡。”从未来来看，我认为政府在这一方面需要有更多的考虑，比如说基本保障。现在大量农民工老了以后回到老家，他们的养老金大概只是贫困线的三分之一左右，这个水平是非常低的，我们城市的高楼、高速公路、工厂都是他们建设的，这个问题我们必须重视。作教授的也有人不太满意，认为教授的待遇也越来越差了，有人说以前教授的待遇比副局级干部好，现在处长级干部的待遇就好过教授，我只

是随便举例。

如今社会上各种各样的想法都有，大家都有自己的利益诉求。从我们国家未来的发展来看，在改革的进程当中，如何更好地协调各方面的利益？用什么样的政治平台来协调利益？如何让大家表达和辩论我们的利益，以至于最后达成一个妥协或者共识？我认为这也是未来需要重视的一个问题，否则会造成比较严重的社会矛盾冲突。我们还是要坚持市场配置资源，这有利于提高我们国家的综合国力，有利于提高人民的生活水平，而不是牺牲一部分人的利益。但是这个利益应该怎么协调？这可能是未来我们要注意的一个问题。

最后我作为外行再说一句，现在我们的国际关系比较紧张，我认为应该要注意到一个变化。以前我们经济发展水平很低，体量很小，以美国为首的西方国家允许我们不对等。譬如说汽车进口，我们关税比较高，人家是 5%。比如说外资进来我们可能有一千条规定，而中国的资金进入到美国可能是 10 条规定，差了两个数量级。现在有一个重大变化，中国的综合国力提高了，中国的人均生活水平也提高了，而且中国到美国去的游客都是中产阶级以上，购买力超强，所以美国人都认为中国人很有钱。我们设身处地想一想，以前允许我们不对等，但是现在发展起来了，变得有钱了。所以我们要在思想上有准备，今后西方国家可能越来越多地要求对等。我们的改革可能要向对等这个角度来考虑。对等不仅仅体现在经济领域。比如说我们在全世界办了多少家孔子学院？但是全世界到中国来办了多少家基督教学院或穆斯林学院？短期来说不对等没问题，但从长期来看肯定会有问题。从经济领域来看，未来我们可能越来越需要基于对

等原则来参与全球化，这是一个方向性的非常重大的变化。我认为我们必须认识到这个变化，否则我们可能很难形成习主席所说的人类命运共同体。

**乔依德：**我们抓紧时间，下面每个人的发言不要超过 5 分钟。陈伟恕先发言。

**陈伟恕**（上海世界观察研究院理事长）：今天这么多老领导、老朋友聚在一起，机会很难得。刚才听了几位老朋友对改革开放的回顾，我有感而发谈两个问题。

第一个问题是，我们 40 年前为什么要改革开放？我们再往前看 30 年甚至 60 年，也就是说 100 年来，今天这个局面是怎么积累而成的？改革开放积累了很多经验，获得了很多成就，还有一路走来的教训和暴露的问题。有些教训在现在看来，是做错了，或是被我们忽略了。有些教训在当时是必须这么做的，但是现在情况变了，时间变了，应该要调整做法。现在改革开放 40 周年，大家都在回顾，但回顾的根本目的不是回忆过去，而是要看我们这一路走到现在，我们到底处于什么状态？过去有句老话说：“三十年河东，三十年河西”。未来 30 年、40 年会怎么样？我们还要深入、客观、全面地分析我们下一步怎么走。现在习主席提了“两个一百年”的目标。现在讲“强”，就是 GDP 要世界第一，军队要强大，那我们的精神文化上怎么“强”？这当中还有很多问题是需要全党、全国人民深入思考的。

第二个问题是刚才几位领导谈到过的，我们一定要解放思想。我们不断地在解放思想，但什么时候才能完成解放呢？到底是什么机制老在束缚我们思想，又要老在解放我们思想？我们的思想似乎总被什么禁锢着。我看，还是要实事求是。就是事物本身是怎么发展的？社会客观是怎么样的？

老百姓是怎么想的？这是我们思想和行为的根本出发点。整个这个社会，是靠着被外力推动着发展，还是着力培植社会内部的自我协调、自我成熟成长？我们党、政府和领导人都是社会内部的一部分，如何和复杂多元的人民群众更好地互动、协调共谋发展？对于这两个问题，我自己也还没有成熟的答案，今天提出来大家可以一起思考下。

接下来我回应一下刚才陆铭先生讲到的一个观点，和大家分享一个最新的信息和体会。我前天才刚从印度回来，这次是以上海世界观察研究院理事长名义率团，是受印度军方背景的国家海事基金会邀请，参加了中印两国间的一场智库对话。随团的还有北京国际问题研究院院长，海南省亚太研究院负责人，以及我们上海研究院负责人。我们去的前一天，我国国防部长也去了，他是正式的官方对话，我们则是并行的民间对话。印方来参加的几乎全部是刚退役的海军上将、中将、少将、准将等，原印度驻中国大使，以及莫迪的安全顾问（以基金会的名义），都来参加了。这次讨论的主题是在印度洋和太平洋区域内的中印合作。我们之所以接受邀请过去参加，是因为现在美国攻击性很强。我们过去讲“亚太”这个概念，是不包括印度的，但美国近年提出一个“印太”的概念，是要突出印度，来跟中国相抗衡，甚至制造新的麻烦。因此我们的任务就是为化解这个战略图谋出一点力。

目前的态势是，印度莫迪政府既想利用与中国改善关系来跟美国讨价还价。又想利用现在他与美国的状况，来增加一些跟中国交往的筹码，这是我去以后感觉到的。用我们过去的话来说，现在印度正处于历史的战略机遇期，他是左右逢源，两边讨好。我就在想，我们怎么现在失去了过去改

革开放那般好的战略机遇期呢？其实，关键是跟美国的关系，问题在于本来我们对美国没有威胁，但是现在美国感到我们威胁他了，加上我们有些人就喜欢刺激和威胁他，所以目前已经没有回转的余地了，只能和他抗衡，但是这里面有好多的问题需要反思。

这次印方传递给我们一个重要信息，印度视自己为一个海洋国家，它的陆地面积大概是我们的三分之一（约 298 多万平方公里），而印度海军方面有一个重建印度的规划设想，要把印度洋中间同样近 300 万平方公里的海洋面积，联通陆地面积统筹用来建设印度、捍卫印度。然后他们试探同我们谋划，说中国在南海建设了那么多岛礁，世界各国都说中国违反了《海洋法》，但是这个《海洋法》是西方制定的，印度和中国这两个东方大国都有各自灿烂的文化和历史，《海洋法》应该把我们中印的观点加进去。他们基金会主任会前跟我说：“陈理事长，我们明天讨论要为修改《海洋法》，提出新的主张。”第二天我才知道，他们想要把印度洋上近 300 万平方公里纳入到印度的管辖范围里，这是一个新的动向。

现在回想起来，美国本来在北美洲的面积比不上中国，但是世界上的海洋都被他霸占了，他的军事基地和盟友遍布海洋各个港口。美国都已经围堵到中国的家门口，我们要出去他都说违反国际法。现在印度认为时机到了，他现在有这个动向，要一步一步地实施。我就和他说：“你的发言观点非常新颖，请把原稿给我（到现在也没给），我们可以好好翻译，好好理解一下你的主张。”

我们过去有没有海洋强国的战略设想和规划？我们的文化精神，有没有海洋的文化精神？这个问题似乎是我们天

然地缺失，而又历史得被忽略了，现在美国主要从海洋上压制我们，也逼着我们去思考这个问题。难道我们就只能从陆地上去谋求出路？印度洋太平洋及至全球海洋大有文章可做。如果我们仅仅固守陆地行不行呢？其实肯定更没有出路。这是不是改革开放再出发时，我们国家应该重视研究的一个问题？以上是我有感而发，谢谢！

**乔依德：**谢谢伟恕，下面有请丁剑平发言。

**丁剑平**（上海财经大学现代金融研究中心主任）：我前几天写了一篇文章，回顾人民币汇改 40 周年，讲了改革开放刚开始时的官方挂牌价、调剂价和外汇兑换券。1979 年到 1994 年，中国建立了外汇调剂市场，2011 年至今是境内外离岸市场和在岸市场这两个市场。在这段时间，中国一直奉行为企业服务的原则，讲究服务实体经济。当时人民币官方挂牌价和调剂价之间的差价最高达到 3 块 8，有效地促进了中国企业的出口和生存。从 2011 年开始，中国逐渐由对外投资占主导了，企业也要走出国门了，离岸市场就开始发挥作用了。离岸市场不断给中国官方挂牌价以预警，人民币汇率是被高估了还是被低估了。从这个方面来说，中国的汇率制度改革，是为了企业而不断观察市场行情。我觉得汇率制度的完善是没有止境的，永远在不断改善，但是有一个宗旨是很重要的——服务于实体经济。汇率制度的改革完全是朝着市场的方向，如果脱离了实体经济，那就不利于经济的发展。目前货币发行与汇率制度之间，还存在一些问题，关键在于如果货币开闸了，将来会对企业、对人民币汇率制度造成一些冲击。日本过去就遇到过这种经验教训，我们要引起注意。由于时间关系，我只简短地讲了这些，谢谢大家！

**张生举**（中国外汇交易中心研究部总经理）：我简单

讲两点自己因为工作的关系对于改革开放以及动力机制的认识。

首先，前面发言的前辈都是改革开放的参与者、设计者，而像我这样 70 年代的人是坐享其成的。对于前辈来说，你们一路走过来，觉得当中有很多曲折，而在我们的概念当中，改革开放是理所当然的。我们现在感觉改革有所停滞，开放也受阻，对于未来并不像以前那样乐观，感觉明天充满不确定性。我们认为改革开放其实很简单，就是邓小平同志的“解放思想、实事求是”，更概括地说，就是市场化和自由化，而不是说改变就叫改革。现在有些打着改革旗号的，未必是改革，反而是在走回头路。这是第一个，讲我对改革开放的认识。

第二，关于改革开放的动力机制。改革开放的一个很大的中国特色，就是共产党领导，我认为可以说中国特色社会主义就是共产党领导的市场经济。现在政府已经参与到经济活动的方方面面，发挥了很大的作用。网上有一个形容，不看政治层面只看经济层面的话，中国就像一个大的股份制公司，中央是董事会，各个省可以看成各个分公司，然后进行“GDP 锦标赛”。我觉得在经济层面，这样一个概括是挺像的。这个机制其实挺好理解的，就是大家的目标很一致，都是致力于提高 GDP。但是现在发展的理念变化了，这个机制好像不再适用，考核的目标更加多样化了。那么这时候，原来作为经济增长动力的这个“发动机”熄火了，接下来改革的激励机制在哪里？我认为少部分人在短时间内讲理想、讲情怀是可以的，但是多数人长时间地讲理想、讲情怀是不可行的。我不知道动力转换以后，新的激励机制在哪里？我就说这两点，谢谢！

**缪其浩**（原上海科学技术情报研究所副所长）：我不是最早参加上海发展研究基金会活动的，我是跟着沙麟会长一起来的。25 年来基金会发展得也很不容易，早期我们碰到过一些问题，我们的领导在基金会发展中发挥了很大的作用。在国内的省市中间，我们上海发展研究基金会好像是唯一还存在的区域性发展研究基金会。我们维持这么一个相当开放又不出差错的对话平台是很不容易的，这一点非常重要，很多地方的类似平台没有控制好言论，结果造成平台夭折。所以一方面，我们希望通过这个会议回顾中国宏观经济环境，另一方面，我们希望能够继续得到大家各方面的支持，来维持好我们基金会这样一个小空间，如此一来才能对上海的改革开放做出更大的贡献。谢谢！

**乔依德**：好，我们座谈会差不多就要结束。我利用最后的机会，稍微讲几句。

我认为今天的会议是卓有成效的，我也特别高兴有很多老朋友从百忙当中抽空过来参会，围绕着这样一个主题来交谈。同时，我们也迎来了很多新朋友，很多人通过网上报名的方式，可能还是第一次参加我们基金会的活动。如果有对国家大事、对改革开放比较感兴趣的，我们真诚地邀请大家以后继续参加我们的基金会活动，欢迎大家成为我们这样一个小共同体的一部分。刚才胡会长致辞的时候也已经说得很清楚，我们是非营利的、公益性的、学术性的民间组织。

在开会前，广生问我“改革开放再出发”这个题目是什么意思？在开完这个会以后，我想可以从以下几个角度来理解“改革开放再出发”。

一方面，我们肯定了 40 年前改革开放的本质是什么、路径是什么，特别是对改革开放的总设计师邓小平同志的

肯定。由于种种原因，最近一段时间改革开放这方面可能不够理想，利用 40 周年这个机会，我们鼓足干劲、看准目标，再搞市场经济，所以我们这个是“再出发”。

另一方面，今天大家好像并没有直接提到，而是隐隐地提到，现在中美贸易战在升级。刚才在网上看到特朗普还要继续加征 2 千亿关税，尽管听证会的结果是 90% 的企业反对征税，但是特朗普还是一意孤行。不管特朗普的动机是什么，不管他的理由是不是正确，他还是要加征关税。我们也没办法。从这个角度来说，我们应该怎么应对，也是要改革开放“再出发”。中央政治局会议提了六个“稳”字，我觉得很有道理，面临大风大浪，不能冒进，还是要稳住。但是“稳”并不是什么事情都不做，“稳”和改革开放并不是矛盾的。刚才很多人都对此作了发言，我就不重复了。很多事情还要透明化，让更多的群众更多参与，才能完成进一步的改革。

刚才我从手机上看到，全国人大常委会通过了个税法修改方案。总的来说，这个方案取得了不少进步，第一次朝分类与综合征税相结合的方向迈进了实质性的一步。从某种程度上来说，还是留下遗憾的。因为很多专家提的意见其实是很对的，但并没有被采纳。大家都知道，虽然个税起征点从每月三千五提到了五千元，但是要对工资薪金、劳务报酬、稿酬和特许权使用费等四项劳动性所得实行综合征税，而且年终奖金也纳入税基，也就是说脑力劳动者、创新人才有可能要多交税，这与我们国家创新驱动发展战略是相悖的。

此外，这次中央政治局会议提的六个“稳”，当中有一条叫“稳外资”。这是以前很少有的，也是吸取了我们的经验教训。我记得前两年，社会上总有人认为外资进来是我们

吃亏了。从这个角度来说，我们还是要坚持开放，这是“再出发”的另外一方面的含义。

最后，刚才陆铭讲的一些话，以及张生举提到的一些问题，我们没有办法在今天一下子解决，但都是值得我们去考虑、去深思的。我认为我们现在面临的很多问题，跟我们国家的一个情况有很大关系。刚才大家讲到我们国家是第二大经济体，但是从人均 GDP 的角度来说，我们仍然还是一个发展中国家。十八大、十九大都讲得很清楚，我们仍然处在社会主义初级阶段，仍然是一个发展中国家。从这个角度来说，我们应该怎么平衡好对外的责任义务与促进国内的民生？包括刚才学金讲的对等，我们没有好好掌握，在这方面也还没有考虑清楚。

**左学金：**我们现在是中等偏上收入国家。

**乔依德：**对啊，人均收入 8000 多美元。作为一个发展中国家，国内教育还存在很多问题，有没有必要在国外开四五百家孔子学院？这些问题都是值得进一步探讨的。

最后，有一点我们还是很自豪的，我们基金会从始至终都是坚持改革开放的。这一点从我们举办的所有活动中都看得出来，再出名的专家，如果他不支持改革开放，我们一次也没有邀请过，对不对？好，会议就到此结束。

（以上内容根据录音整理，未经部分发言人审阅）

## 去杠杆是长期战略

李扬

国家金融与发展实验室理事长  
中国社会科学院原副院长

上海发展沙龙第 142 期 2018 年 9 月 7 日

**乔依德**（上海发展研究基金会秘书长）：各位来宾，我们今天晚上的沙龙开始了。今天我们非常高兴和荣幸地邀请到了李杨先生为我们做作演讲，他曾任中国社会科学院副院长、第三任中国人民银行货币政策委员会委员、中国财政学会副会长，现任中国社会科学院学部委员、国际欧亚科学院院士、国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院经济学部主任。他今天演讲的题目是“去杠杆是长期战略”，让我们以热烈的掌声表示欢迎！

**李扬**（国家金融与发展实验室理事长、中国社会科学院原副院长）：尊敬的沙市长、乔会长，尊敬的上海同仁们，大家晚上好！非常荣幸有机会来向上海的同仁们汇报自己的研究成果。去杠杆，听起来好像很简单，但是越讲越会觉得复杂。其实去杠杆涉及到很多内容，可以说几乎涉及到金融最基本的方方面面。大家也知道，去杠杆作为我们国家最近几年的主要经济政策之一，也有很多的重大调整。由此可见，这件事情还是有进一步深入研究的必要。我今天会就这个问题，跟大家交流一下看法。

我将从四个方面来报告这个问题。第一个方面是“去杠杆很重要”，按照我们去年金融工作会议的讲法是“去杠杆

最重要”，但现在我把它改成“去杠杆很重要”，也很符合现在政策取向。第二个方面是“去杠杆六策”，我们从学理上来探讨一共有几类去杠杆的措施，然后分析每项措施的效果、利弊得失。第三个方面是“中国去杠杆初见成效”，但是在“大放水”之后，现在看起来不是特别容易稳定下来了。最后一个方面是“关键在于杠杆的可持续性”，我始终坚持一个看法，杠杆化操作绝对不是洪水猛兽，它是现代经济运行的一个基础、一个必要条件、一个不可或缺的构造。既然如此，我们必须找到一个合适的均衡状态，我认为“可持续”可以更好地概括我们去杠杆的政策。

我先简单的说一下“去杠杆”的由来。2007年全球爆发了百年不遇的金融危机，自那以后，杠杆率以及与之密切关联的债务问题成为全球最热门话题。最初，中国好像置身世外。当时一个颇为流行的说法是：美国是杠杆率过高，中国的杠杆率则嫌太低。于是，在这样一种盲目且麻痹的状态下，较强的经济刺激措施不断推出，比如2009年4万亿的财政刺激，加上当年9.6万亿的新增贷款。从那之后，几乎每年10万亿的新增信贷，使得中国的全部财务状况恶化。若干年积累下来，我国的债务率和杠杆率不断飙升，如今已进入杠杆率较高国家的行列了。而且中国的债务问题、高杠杆问题，已经成为国际社会上一些心怀叵测的人攻击我们主要的方面。所以，对“去杠杆”这个问题，我们必须认真谨慎地对待。

杠杆率飙升以及国际社会不断鼓噪，终于引起了中国高层的重视。2015年，伴随供给侧结构性改革战略的提出，“去杠杆”成为中国改革和发展的“三去一降一补”五大任务之一。2015年刚提出“去杠杆”的时候，金融界感觉很

---

突然。一直到 2016 年，这件事情都没有引起重视，在实际的政策操作中，并没有配套的去杠杆的措施。到了 2017 年全国金融工作会议上，习近平主席明确指出，金融风险的源头在高杠杆。这就指明了我国风险管理和加强监管的任务集中在去杠杆上。基于这样一个判断，从那之后中国所有关于金融风险的政策，都围绕着去杠杆而展开。后来中共十九大提出“三大攻坚战”，“打好防范和化解重大风险的攻坚战”是第一大攻坚战，而且“去杠杆”被列为这一攻坚战的核心任务。大致上来说，我们政策的轨迹就是这样的。其实从 2009 年就开始出现问题了，一直到 2015 年，政策层面才有所认识，认识的时间还是比较长的。

讲到去杠杆的时候，我们应该对它的地位给一个恰如其分的评估。杠杆操作，可以追溯到人类社会从农耕社会进入到工业社会这个时期，其中最关键的因素在于出现了分工。现代经济学的鼻祖亚当·斯密，他的著作里用了大量的精采例子说到了分工，分工从始至终都是推动经济发展的持久动力。有一个非常重要的分工，就是储蓄和投资的分工。储蓄和投资分离了，于是就有了金融。有了金融，便有了杠杆化操作。杠杆操作是工业社会先进于农耕社会的一个重要表现。借贷、保险、部分准备金制度、保证金交易等，都是运用杠杆。现代社会中，杠杆化操作无所不在。分工、专业化、杠杆化操作，不仅加速了经济增长，而且大大提高了人们的福祉。关键在于它使得那些具有进取精神的企业家得以突破自己的预算约束，更大规模地支配社会资源，并将之投入更有效率的用途。企业家产生的基本原因就在这里，企业家的作用也在这里。当然，这也为投机行为开了方便之门，有些人可以借别人的鸡，生自己的蛋，而且屡屡得手。

我们这样简单追溯一下，就知道杠杆这件事情不简单，从工业社会开始就出现了，它从来都是两面的。我们虽然认为它是整个社会不可或缺的一个要素，但是凡事皆有度。在这样一个判断下，一共有三层意思。第一层意思，就是不宜过度使用杠杆，过度使用杠杆，将增大经济金融运行的风险，极端情况下，会导致危机。第二层意思是，去杠杆是反危机的必要条件，解除金融危机，促使经济运行恢复正常，首要的和持续的任务就是去杠杆。第三层意思在于，我们的目标应是稳杠杆，既然现代社会的运作基于杠杆化，去杠杆就不是“无条件”的，必须兼顾去杠杆与经济增长。后面我会列举一些数据给大家看，当今世界，没有一个国家是完全“去”杠杆，无非是对杠杆进行一些调整，由此可见，“稳杠杆”才是应该提出的一个适当目标。

在讲之前，我们先要对杠杆率下定义。杠杆率最初的含义，是指经济主体资产负债表中总资产与权益资本的比率。简单地说，就是用自己的钱撬动了多大规模的社会资产，计算自己的钱和我们的支配资产之间的关系。对于居民、政府等非企业经济主体而言，杠杆率指的是其所负债务对 GDP 的比率，这个指标的经济分析意义比较含糊。为了更准确地反映不同部门的债务负担，我们倾向于选用其他度量衡标准，比如企业应当用资产负债率来衡量，居民应该用家庭债务对家庭可支配收入来衡量。

如果用居民的杠杆率来衡量居民的债务负担的话，中国居民好像没什么问题，很多人都说还可以继续加杠杆。但是如果用家庭债务对家庭可支配收入的比率来衡量的话，我们已经高于美国，中国的居民杠杆率已经很危险了。

政府有一套很传统的而且到现在还适用的指标，赤字

率和债务率。赤字率是指借来的钱占它总支出的比重，有些人喜欢用占总收入的比重，其实应该是占总支出的比重。这也是用杠杆来衡量政府操作的社会效益。再就是债务率，债务是累计的，赤字是当年的，这两个指标是衡量政府财务状况的准确指标。虽然大家已经把杠杆率说的这么普遍，我们还是要将它严格定义一下，它并不是可以随随便便就评论的事情。

一开始我已经说过，杠杆操作其实是一个正常的情况，那么它的问题在哪里？我们把它当做一个问题来分析的时候，主要担心什么？担心的还是债务。杠杆操作中，有两个问题最重要：其一，从根本上说，要确保债务用于生产性用途，产生有效资产，从而保证偿还利息和本金；其二，在债务融资过程中，保持现金流稳定，确保资金链不断裂。所以我们要考虑两个侧面：第一就是它的本质上是用来生产的，还是用来消费的，是不是创造了有效的资产；第二就是它的财务操作上，现金流是不是稳定。

我在这里跟大家交流一下，因为我们社科院是国家智库，接触很多新的问题，我们已经感觉到，中国的企业用利润来衡量已经不合适了，以后应该用现金流来衡量。现在世界上比较著名的 500 强企业中，很多的企业已经连续几年没有利润了，但是它们的现金流是很稳定的。中国可能也已经到了追求稳定现金流的时候了，现在用这个标准来做投资，就能找到未来的好企业，我们要注意到这个变化。

关于债务问题，现在已经有了比较精当而且系统化的研究，我们这里列举四个研究。

第一个研究，就是美国经济学家费雪振聋发聩的一些论断。早在 1933 年，美国经济学家费雪（IrvingFisher）在分

析美国历次经济和金融危机，特别是 1929-1933 年危机后，发表了一篇题为“大萧条的债务 - 通缩理论”的论文。这是研究经济危机和金融危机的最经典文献。在这篇论文中，他提出了一个至今具有真理性的经典判断：“问题不在于过度投资，甚至也不在于过度投机，而在于过度负债”。这一论断突显了负债及相应的加杠杆在积累风险、引致危机方面的独特作用。大家经常把问题产生的原因归结为投资太多，投机太多，尤其是在中国这个言论非常有市场，比如说在现在的房地产市场，这就是一个很蛊惑人心、得到很多人认可的一个观点。费雪认为不是投资太多，而是负债太多。不管是投资或投机，如果只用自己的钱，即便发生问题，也只是一个小问题，而不是一个系统性问题，顶多是自己受到财务的损失，而不会产生社会影响。但是倘若所有失败投资的钱都是借来的，投资失败，就会通过借钱这样一个链条传播开，产生外溢性的影响，影响到银行和其他金融机构。所以费雪认为问题在于过度负债，就是抓住了这个问题的根本。其实贯彻他的这个思想，管理好资金的来源，而不是资金的流向，金融管理才有效，人们经常忘记他的这一论断。

第二个研究，就是“明斯基时刻”。明斯基认为，经济长期稳定可能导致债务增加、杠杆率上升，进而从内部滋生爆发金融危机和陷入漫长去杠杆化周期的风险。“明斯基时刻”的重要性在于指出了人们的心理对于整个金融运行以及经济运行的影响。“明斯基时刻”的机制是：经济好的时候，乐观的投资者倾向于承担更多风险，因而不断增加借债，提高杠杆率，此种状态持续的时间越长，隐含的风险越大。一旦发生任何事态，导致资产价格下挫或导致资金链断裂，都会导致市场崩溃，引发金融和经济危机。中国人民银行前任

行长周小川在即将退休的前几个月，多次忧心忡忡地提到“明斯基时刻”。

第三个值得重视的研究，是美籍日裔经济学家辜朝明的“资产负债表衰退”分析。他认为基于西方传统的经济学的分析范式，对日本 90 年代经济危机作出的解释是不对的，并提出了“资产负债表衰退”的概念。目前他的这些观点已经成为主流分析。伯南克的金融加速器理论和金融周期理论，其核心就是资产负债表效应。他指出，现在的危机和传统的危机不一样，传统的危机大都是生产过剩型危机，肇始于产品过剩以及物价狂泻。大家想一想，上世纪末以来的这几十年里，所有的危机都不是价格波动。所以用传统的观念去制订宏观政策，那都是风马牛不相及。最近这几十年，全世界的宏观经济政策都有问题，在于背后的理论依然是菲利普斯曲线，依然是生产过剩型危机，我们必须迅速过渡到新的看法上。

如今，巨量的货币和信用源源不断地注入并滞留于金融体系，加大了金融体系对实体经济的疏离。这里包含两个概念，一个是货币，一个是信用。现在大家的眼光不能仅仅局限于人民银行管理下的货币，其实越来越多的是在人民银行管制之外的、可以作为资产、可以作为交易手段、可以作为交易中介的信用，它对社会经济的影响更大。这些滞留在金融体系中，导致危机机制发生了明显改变：在过量的货币和信用在实体经济中转化为全面通货膨胀之前，由资产价格高位崩溃带来的金融危机就已爆发，而且表现出不断自我强化的趋向。我们如果囿于传统的那套宏观理论，等着实体经济出问题，我们预测的结果迟迟没有在实体经济发生，但其实已经出现在金融领域中了。

我特别想在这里跟大家分享一下我们团队最近几年研究的一个心得，菲利普斯曲线失灵了。当然很早的时候，学术界就在说这个曲线失灵了，但是还在用它那套理论。现在经济已经金融化了，在这种情况下，由资产价格高位崩溃带来的金融危机就已经爆发。其实学术界很早就有研究，我记得我在上海上学的时候，学术界就已经在讨论货币政策需不需要关注资产价格，最后的结论是不要关注。那时候美联储主席在北京访问，那段时间正好中国股市在狂跌，我作为三个接待者之一就问他：“股市如果变化，你们会怎么做？”他斩钉截铁地说：“那是金融问题，不归我管。”这种回答在中国绝对不可想象，中央银行不可能不管这方面的事情，而美联储主席很明确说不归他们管。在西方学术界，很早就讨论过资产价格和货币政策的关系，很早就已经认识到整个经济的金融化已经产生了越来越大的影响，但是还没有一个模型能够很好地刻画这个影响。当然，现在已经算是比较成功地解释了这两者之间的关系。但是那个时候，已经谈到了资产价格高位崩溃带来的金融危机，并且表现出不断自我强化的趋向。

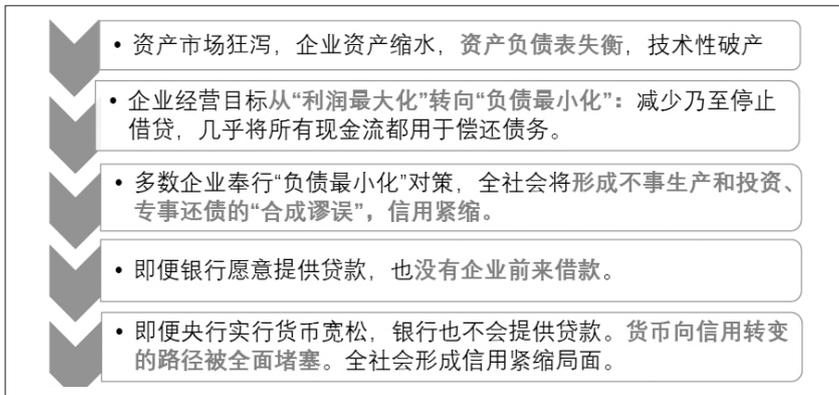


图 1：资产负债表衰退：企业的作用

我把这样一个金融危机的过程（图1），跟大家说一说，我觉得它关于危机的解释，比起传统的危机解释更贴近现实。辜朝明认为这个危机最开始的时候，是资产价格的变化。首先感受到变化的是企业，因为企业都有资产负债表，一边是资产，一边是负债。资产价格下跌了，那就是资产变少了，但是企业的负债是不可能减少的，所以它立刻就感觉到资产负债表失衡，可以判定它技术性破产。作为一个有责任心的企业家，他就要想方设法平衡企业的资产负债表，怎么平衡？不追求“利润最大化”了，而是追求“负债最小化”。我想提醒各位的是，这种状况目前在中国是普遍发生，不求有功，但求无过，不求能够创造利润了，但求能够保住自己的那点资产。所以他们就会减少、甚至停止借贷，几乎将所有的现金流都用于偿还债务。我国的大多数民企是这样。当然国企是另外一种行为方式。如果多数企业都采取“负债最小化”的对策，那么全社会都会形成不事生产和投资、专事还债的“合成谬误”，进一步造成资产市场的狂泻，然后信用紧缩。这时候，再进一步的政策结果，就是即使银行愿意提供贷款，也没有企业愿意前来借款。

我想跟各位交流一个看法，现在大家都说民营企业借款难、借款贵，说的是一部分事实，另一部分事实是没有人想去借款。资产负债表还未平衡，借款之后又能干什么呢？现在有什么有利可图的投资机会吗？没有的话，我为什么还要去借钱，更何况借钱还有成本。从银行角度来说，所谓的有效的贷款需求不足，并不只是指银行不愿意贷（虽然这个问题确实存在），但是更多是因为没有有效的贷款需求。

从央行的角度来说，“放水”没有用。最典型的例子其实是，美联储在金融危机之后的头几年，不断推行量化宽

松，实行零利率或近似零利率政策，但是还没有人借钱。货币资金给了银行，银行反手以超额存款准备金的方式又存在美联储了。所以美联储这几年对很多政策操作都进行了调整，以前存款准备金是不付息的，后来因为大量的银行采取这种形式，如果不付息，这一笔钱是有成本的，又担心银行亏损，所以在金融危机过程中，联储也算是很少有的给存款准备金付息的中央银行。

这个就说来话长了，我们分析中国货币政策存在的问题之一，就是存款准备金付息制度。存款准备金实际上是税的原理，但是我们又付息，结果美联储也采取了这样的做法。那是银行不愿意给企业贷款，货币向信用转变的路径被全面堵塞，全社会形成信用紧缩局面。这时候就回到了我们传统的传导理论，就是传导不畅。本来应当是“央行→商业银行→企业”这样的传导机制，结果央行将货币放到商业银行，商业银行回头将之存在中央银行，不再往下传导，而且下面的企业也不愿意来借款。

大概 2009 到 2012 年这几年，美国出现了这种非常典型的情况，实际上中国现在也出现了这种情况。在这样一个传导机制中，企业是核心。我想，在座的很多同仁可能是学过中央银行学、货币政策的，货币政策都讲传导，在我们传统的传导理论里，企业是没有地位的。“资产负债表衰退”理论中最有价值的部分，在于它把实体企业的行为纳入到了货币政策传导过程中，让我们更真实的看到这个情况。

我想跟大家推介的第四个研究，就是英国金融服务委员会前主席阿代尔·特纳勋爵 2015 年推出的一部名为《债务和魔鬼》的专著。这个人的观点特别值得重视，一方面因为是他的观点比较新，另一方面是因为他是理论推演的操作

者。他有很多的体会，我列举几个值得大家注意的事情。

第一，他认为近几十年来，由于房地产在经济体系中的地位不断上升、全球范围内贫富差距加剧、以及全球经常账户失衡，全球经济增长的债务密集度显著上升。他提到了“全球经济增长的债务密集度”这个概念，就是说 GDP 增长一个点，过去需要 1.5 个点的债务来推动，而现在要需要 2 个点。债务密集度显著上升的原因，很值得我们琢磨。他认为第一个原因是由于房地产在经济体系中的地位不断上升，我们国家的情况不正是这样吗？

第二个原因是全球范围内贫富差距的加剧，1% 和 99% 的关系。各位可能也都注意到了，2014 年法国经济学家托马斯·皮凯蒂的《21 世纪资本论》引起全世界的轰动，书中对 18 世纪工业革命至今的财富分配数据进行分析后发现，在资本主义 300 年历史当中，只有第二次世界大战之后的几十年里，收入分配是有所改善的，其他时候都是不断恶化的。从这个角度来看，马克思的《资本论》是对的，而且当下全世界的很多问题，基本上都是贫富不均造成的。比如我们的香港“占中”问题，有政治方面的因素，但是还有一个无法回避的问题，就是回归以来，虽然李嘉诚收入翻了几番，但广大香港群众收入却没有提高。“占领华尔街”运动的起因，同样也是 1% 和 99% 之间的贫富不均。国家之间的贫富差距，每个国家的不同阶层之间的贫富差距，都在拉大。

第三个原因是全球经常帐户失衡，这实际上直指美国，直指战后以来的布雷顿森林体系的不平衡。债务在一端积累，债权在一端积累，而且这个关系是你中有我、我中有你，到底债务人有权力，还是债券人有权利？按理说是债权

人有权力，但是现实中明显是债务人有权力，所以这个问题很突出。他认为就是这三个问题是造成当今杠杆问题越来越恶化，很难解决的原因。

第二个值得琢磨的观点，经济增长的债务密集度上升意味着要驱动同样水平的经济增长，需要提供越来越多的债务增量，意思是必须用更多的债务来支持原来的债务。所以我问过特纳：“你是不是觉得全球去杠杆没有希望了？”他说：“是，我非常的悲观。”我也同意他的看法。过去我们在讲去杠杆、讲债务问题、讲危机的时候，认为债务解决掉、杠杆降下来就是恢复正常。现在看来永远没有实现的一天了，以后高债务、高杠杆会是常态。我们需要学会在更高债务的逻辑上，从事金融活动、从事监管活动、从事货币政策。

他有两个引论：第一个引论就是债务的累积通常会造资产价格泡沫的膨胀，最终引爆金融危机。第二个引论是金融危机爆发后，由于较高的债务积压的存在，又会使得经济复苏变得非常缓慢，甚至旷日持久。怎么解决这个高债务造成的问题？如果让他们还债，整个经济马上就萎缩，如果不还债，甚至再增加负债，不就是饮鸩止渴吗？现在全世界都是在走向饮鸩止渴的路。

作为这一节的结尾，我想告诉大家一个事实，据国家货币基金组织（IMF）和国际清算银行（BIS）的数据显示，截至2018年4月份，全球债务水平高达320万亿美元，远超2017年底的237万亿美元，增长了83万亿美元。金融危机以来，债务在不断的增加，在这种情况下，再发生一次危机是很可能的。而且这次很可能轮到发展中国家，现在这些发展中国家出事（比如土耳其）已经对世界经济产生了非常

大的影响。

在一定意义上，中国也发生了类似的问题，而且已经对全世界产生了非常大的影响。十年一轮回，也许我们逃脱不了这样的魔咒。中国关于这个问题，其实一直是有比较明确态度的。刘鹤副总理近来针对杠杆率和金融发展问题发表了若干讲话，他说到：“在中国面临的各类风险中，金融风险尤为突出，中国将争取用三年左右的时间使宏观杠杆率得到有效控制。”这是我们既定的政策，现在有所调整。此外，他还说到四个原则，这四个原则非常朴实，但也非常的到位。首先是“做生意是要有本钱的”，意味着杠杆率不能过高，权益部分一定要有适当的比例。第二是“借钱是要还的”，这个应该是不用说的道理，但是在中国还是需要再强调一下。第三是“投资是要承担风险的”，过去在中国投资，大家都依赖刚兑，出事往往是政府和社会买单。第四是“做坏事是要付出代价的”，我们都能看到，不断地有做坏事的人（比如贪污腐败的人）被严惩。

接下来，我们讨论一下去杠杆有哪些办法。我们先看一下“古典式”去杠杆。其实很简单，在二次大战前的古典型危机中，去杠杆是通过银行关门、金融市场狂泻、企业倒闭、失业率上升、市场萧条等极端形式在短期内集中爆发完成的。哪一次危机没有大量的银行倒闭？哪一次危机没有大量生产力被消灭？但是现在没有了，2008年金融危机，从数字上看金融危机爆发得最严重的时候，如果到美国去看，除了华尔街有时候出现一些抱着纸盒子的人从大楼里面出来，其他地方没有什么特别不同的地方，就好像什么事情都没发生一样。

现代国家极力避免上述现象发生，货币当局应对传统危

机的技术日臻成熟，一旦出现问题，就能立马采取相应的对策。比如市场流动性不够，马上采取量化宽松（QE），资金成本太高，马上实行零利率甚至负利率政策。这套操作已经很熟练了，应对起来还是得心应手。实在不起作用的话，还可以创造很多诸如“酸辣粉”（SLF，常备借贷便利）、“麻辣粉”（MLF，中期借贷便利）等各式各样的工具。这些操作确实使得市场上没有出现崩溃的迹象，没有出现大规模的跳楼，但就是“不死不活”。我想说，我们以后可能永远都是“不死不活”。当然，它也会有波动，但不要再指望以后有那么干净的经济恢复。去杠杆将对经济形成向下的压力，这与保持经济稳定的目标有矛盾。在“稳定”和“去杠杆”之间取舍的时候，世界各国一定都是“稳定”优先，所以去杠杆就不会有特别明显的效果。

下面我们逐一地分析一下去杠杆的六种方法。

第一种方法是偿还债务，甚至可以卖资产还债。说起来很容易，但是做起来的话，根本就做不到。因为任何减债的方式，宏观上都是紧缩的。如果经济主体不约而同地以偿债或出售资产的方式偿债，便会出现“合成谬误”，导致资产市场下泻，引发“资产负债表衰退”。2008年到2009年美国市场上的金融资产基本上都不值钱了。我记得那时候花旗2美分一股，我们还在北京讨论过该不该买。当时开过好几次会，很多人赞成买，但后来占上风的意见是它可能还会跌，再看看。另外一方面也是考虑到当年日本跨国金融并购的经验，金融机构其实是一种文化，而不是一个建筑物，就算收购了也无法完全支配它。当时我们对这个问题讨论得很细致，当时花旗银行还在运行，还有很多个网点，其实大家都觉得它在现实中很有价值，但是在市场上就没有价值。

这其实是一种合成谬误，这个合成谬误会导致“资产负债表衰退”，持有它的股票就会导致资产负债表不平衡，就要进行调整，就会引起混乱。以稳定经济为第一要务的政策当局，不可能容忍这一事态发生。所以它只是一种理论上、微观上存在的方法，我们在这里再次看到宏观和微观是有重大区别的。

第二种方法是债务减记。我很明确的说，这种方法的可行性是存疑的，因为这迹近赖账。即便可行，减记过程导致资产价值损失及对其他市场的溢出作用也会打压市场信心，导致信用萎缩。如果出现问题，就有人要求财政部划帐，这都是开玩笑的事情。如果完全按照行政操作，那将市场纪律置于何地？所以这种方法也不可能。

第三种方法是通货膨胀。这是一个非常有诱惑力的想法，因为通货膨胀可降低债务的实际价值，连续实施会使债务消弭于无形。很多国家，比如德国、日本，战争期间的通货膨胀都是千倍、万倍，几年下来，债务就没有了，等于是让全体国民来承担这些债务，最后得益的是政府当局。但是现在的问题是，在当前全球通缩局面长期化的背景下，大规模通胀较难发生。目前的情况是，货币信用膨胀确实发生了，但物价却始终低迷。

我现在看到很多的讨论，都说现在是停滞性通货膨胀，这些都是老的理念。前不久，我们在北京开了一次会，黄益平教授说：“大家不要谈通货膨胀了，什么叫通货膨胀？1%-2%不叫通货膨胀，那是物价正常的变动。”但是正常的变动我们都做不到，过去几年里我们一直希望物价能上涨，涨了一点就当作好消息来宣传。现在实体经济的均衡关系，已经不是古典意义的均衡，实体经济和金融的关系，也不是

古典意义的关系。所以我们一定要注意，经济运行的基础改变了，我们的整个体系其实也需要改变。现在是通货膨胀不了，美联储也是如此，一直希望有个2%的通货膨胀，还是达不到。现在通货膨胀做不到，做到的话又会产生另外一个问题。

第四种方法是现有金融资产价值重估。这也是一个对当局特别有吸引力的措施。金融资产（股票和房地产）价值重估，将扩张经济主体的权益资本，去杠杆效果十分显著。意味着只要股票翻番、房地产上涨，就可以增加我们的资产了。我们说到杠杆、债务问题的时候，它所对应的都是权益。股票一涨，权益增加了，房地产价格一涨，资产也增加了。其实这些也都是糊涂主义。现在大家都知道，美国现在的经济非常好，但是绝大多数人都认为它明年、后年会出问题。根据之一，就是它的资产价格涨的太厉害了，尤其其它的股市，市盈率已经超过了中国。

这种方法，我们国家还真实践过。2015年，号称“中国股市四千点牛市刚起步”，背后就是这个理论。那时候刚决定“三去一降一补”，其中的第三“去”就是指去杠杆，当时认为只要股市涨了，就是去杠杆了。我参加过好几次会，我说：“你们这是连基本原则都不要了，信贷资产不能流入股市是一个铁率，如果把印钞机和股票连在一起，那这个社会就完了。”当时很多的银行贷款给炒股的人，多层嵌套，最后都是拿银行提供的钱去炒股。这些行为的背后就是这个理论——去杠杆重要。

再说房地产，也是看你怎么计算。现在大家都说房价涨，要压房价，但怎么压？房地产市场上真正的风险是负资产。所谓负资产，就是大家都借钱买房，房价跌到房子的现

---

值已经不足贷款的地步，那就不要了，这个根本就没有价值，所以大家都愿意把房价维持在这个水平上，至少不要跌太多。前两天北京的房价已经跌了10%了，中国的政策很有意思，它总是慢半拍，在已经跌了之后才开始强硬地采取措施。房价跌了，房子持有者（特别是持有套的、作为投资用的）不高兴，银行也不高兴，政府也不高兴。

所以我想把这个问题跟大家再深入地说一说，就是说经济非常的复杂，尤其在经济金融化之后，每个人对于一项经济活动都有很多种关系，债权关系、债务关系、实物持有的关系、金融资产持有的关系，要平衡起来其实不太容易。我觉得我们未来的研究方向，是应该找到一个新的平衡。所以现有金融资产价值重估，也是一件很危险的事情。

第五种方法是杠杆转移。杠杆转移有三条途径：在私人机构之间转移、政府承接和央行承接。所谓私人部门之间的转移，就是你不行了我来接盘，但是危机来临的时候不再有人接盘，所以这条路径是空头支票。实际上可行的只有两条路径，政府承接和央行承接，危机来临的时候，只有政府和中央银行有钱。而且在大多数情况下，政府是通过中央银行来承接，所以看起来是央行在第一线。

美联储在2008年金融危机也是这样，大家可以看到，在雷曼兄弟破产之后，美联储启动了大规模购债的项目，但是那时候他们买不良资产、有毒资产，所花的钱全部都有去无回。后来才发现不对，于是他们迅速地转向购买权益，不再买资产。资产可以很轻易的就变成零，但权益不会，因为权益涉及到企业。这个案例同样可以作为我们国企改革的一个经验，购买权益，然后在适当的时候，把权益卖掉，将之国有化、私有化，而不用去管其资产运作。

政府承接，简单且有效。但由于存在“李嘉图等价”，社会的未来税收负担会加重，涉及到税负的代际转移；若用增加政府债务的方式筹资，政府债务将无限度积累，进一步导致“财政悬崖”，最终仍须由社会负担。

央行承接，扩张其资产负债表。在未来某个时候定会收缩其资产负债表（“缩表”），那时便会有反向紧缩作用出现。美联储 2014 年开始说要缩表，到现在真正缩的就几亿，这个规模是很小的。

第六种方法，保持经济稳定增长。这虽不能立竿见影，却是唯一一条不损害经济健康的治本之道。说到最后，在现有这样一种经济金融结构下，要维持经济增长，还是得增加债务。所以在去杠杆和稳经济之间，肯定是把稳经济放在首要地位，就像我们现在的情况一样。但是，如此去杠杆，需要立足高远，瞻前顾后，统筹安排，且需要有强大的战略定力。

总结来说就是：第一，去杠杆没有万全之策，要准备打持久战；第二，去杠杆有紧缩效应；第三，去杠杆过程中，保持战略定力最重要。

接下来，我想说中国去杠杆初见成效。在讲中国之前，我们先看一下全球去杠杆的情况（图 2）。从图中我们能很清楚地看出，金融部门确实去杠杆了，但是非金融部门的杠杆率一直在增加。

发达经济体的情况分四个部门（图 3）：一般政府部门、金融部门、非金融公司和住户。金融部门去杠杆十分显著。在非金融部门中，住户与非金融公司去杠杆亦很显著。但是政府杠杆率显著上升，所以西方发达经济体的情况很显然，政府承担了高杠杆的主要负担。

---

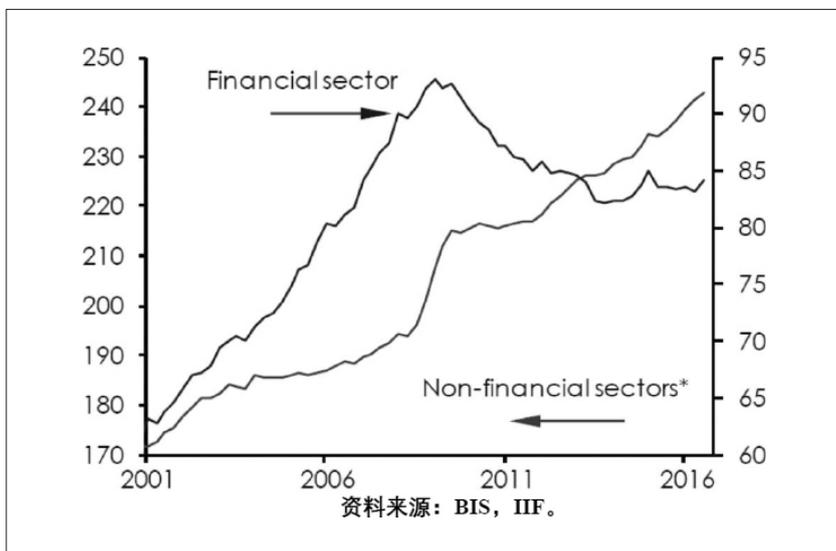


图 2：全球去杠杆概况（2001-2016）

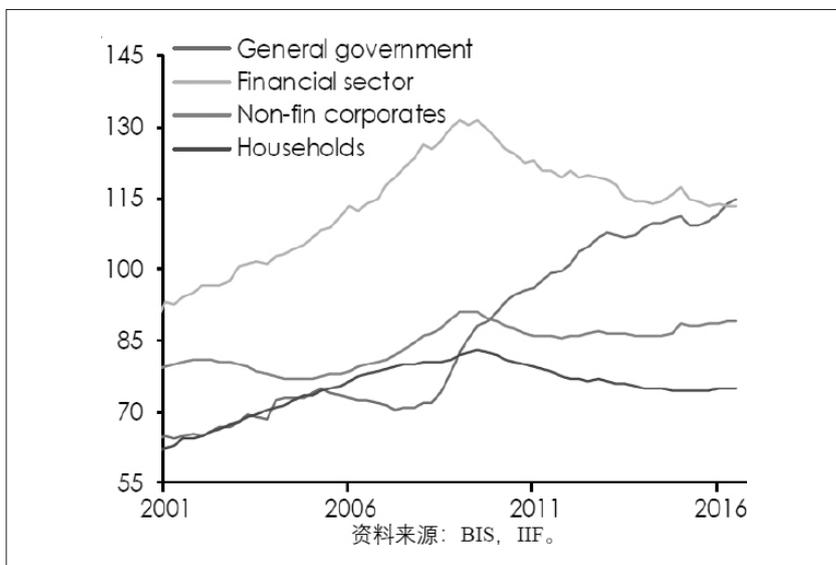


图 3：发达经济体去杠杆概况（2001-2016）

新兴经济体的情况（图4）基本上是金融部门、住户和金融部门的杠杆率都没有特别明显的趋势，唯独非金融企业部门的杠杆率上升显著。因此，在新兴经济体和发展中国家，非金融企业部门承担了经济的主要负担。

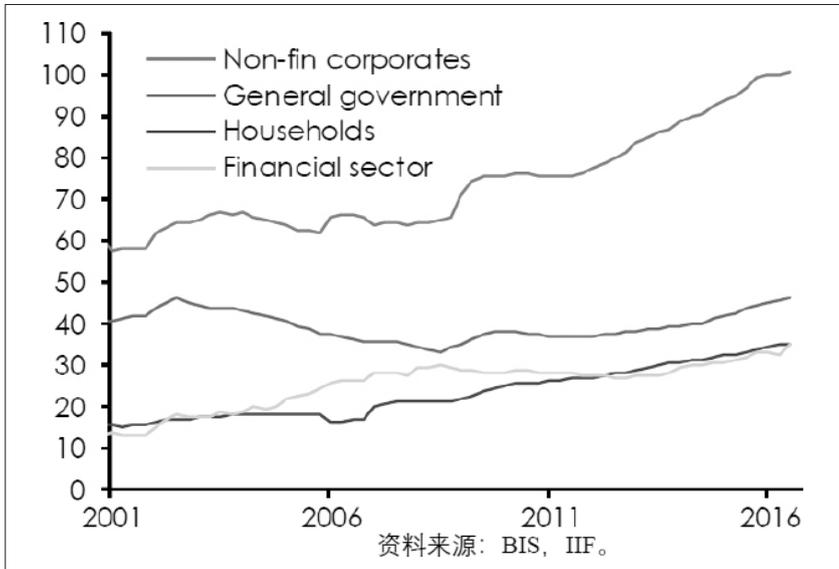


图4：新兴经济体去杠杆概况（2001-2016）

所以这里面有一些重大的问题值得研究。发达国家发生金融危机时候，都是政府在前面承担，比如日本和美国。不发达的国家一旦发生金融危机，都把责任推给企业，就和中国一样。所以我说，发达国家与落后国家的差距，由此可见一斑。

美国去杠杆遵循的是发达国家的逻辑，就是将债务从住户、金融机构和非金融机构转移到了政府名下。所以我们觉得美国经济以后的问题之一，就是它的财政问题。政府赤字和债务巨额累积是今后美国经济面临的最大挑战。金融基本

上稳定了之后，特别是将趋向看清楚之后，下一步就是拼财政了。

接下来再看中国的情况（图5）。我们先看非金融部门，非金融部门包括三个部分：政府、居民和非金融企业。在2009年之前，中国非金融部门的杠杆率还是比较稳定的，而且在本世纪初那几年，也就是中国经济运行最好的那几年，我们国家整个非金融部门的杠杆率在下降。但是在2009年之后，出现了跳跃性增长，最近两年才稍微稳定了。而居民杠杆率也是在2009年呈现跳跃性增长，出现了大量针对居民的房贷、消费贷和其他贷款形式。当时政府号召对居民发放各式各样的贷款，造成了居民杠杆率的上升。像我之前说到的，如果用家庭债务对家庭可支配收入当作杠杆率指标的话，2017年中国家庭部门杠杆率高达110.9%，已经高于美国了，这是很值得警惕的。

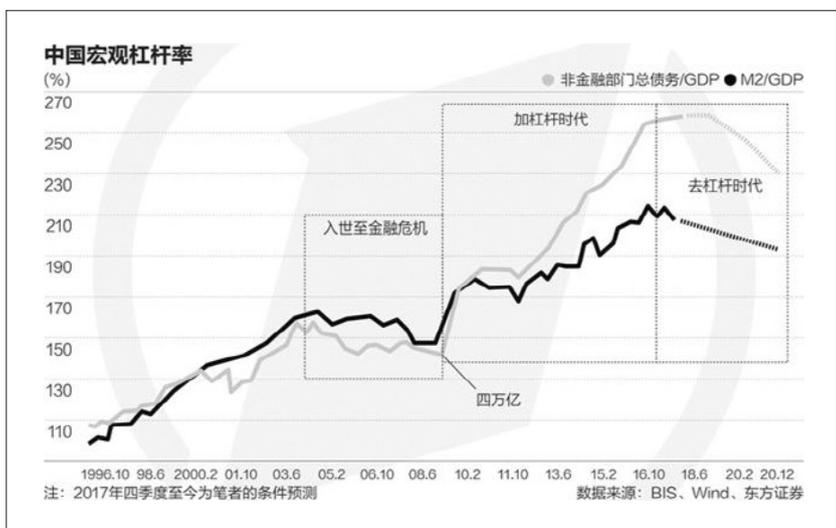


图 5：中国宏观杠杆率

至于金融部门我们遵循的一个基本的逻辑，就是去杠杆。这几年金融部门去杠杆力度很大，这背后有一些悲欢离合的故事。现在，小银行基本上无法生存了，股份制银行有一半衰落了，再往下基本上都不太景气，其他的金融机构也是很多血泪，但是去杠杆取得成效了。

非金融企业的杠杆率也是从 2009 年开始不断上升，直到最近两年才稍微稳定。政府部门的杠杆率是比较稳定的。外国人总以为我们的政府杠杆率很高、债务很高，其实是一个误解。主要原因是 2015 年之前，地方政府融资平台的债务是统计为地方政府债务的，但随着 2015 年新预算法的正式实施，从法律上授予地方政府发行政府债券进行举债融资的权限后，两者正式“分手”了，地方政府融资平台的债务划归到企业项下。所以在 2015 年之后，企业的杠杆率出现了一个剧烈的上升。我们跟国际清算银行经常就这个问题进行讨论，他们的统计结果比我们大概高出十几个百分点，原因就在于关于地方政府债务和地方融资平台债务的处理是不一样的，他们那里有明显的重复计算。

还有就是宏观杠杆率，刘鹤副总理强调宏观杠杆率，易纲也强调过宏观杠杆率，现在我们宏观杠杆率用 M2 除以 GDP 来计算，总债务对 GDP 的比值都在下降。所以我们可以有根据的说，中国的去杠杆基本稳定了。

下面我们总结一下中国去杠杆的重点，虽然前面我讲了那么多方法，但是中国真正要去杠杆，还是要从以下五个方面入手：

第一，从国企角度来说，要把国有企业降杠杆作为重中之重，特别要抓好处置“僵尸企业”工作。这一点在上半年之前还是明确的，但是现在不太提及了。我相信不会有特别

大的变化，但是肯定会有一些调整，因为现在“社会稳定”这一目标更加重要了。

第二，从地方政府的角度来说，目前还没有特别有效的方法。我们的研究显示，如果要解决地方政府的问题，必须要在体制上动大手术，要厘清政府和市场的关系，厘清中央政府和地方政府的事权、财权关系，督促地方政府树立正确政绩观。

第三，加强对“大资管行业的监管”。大家都知道，去年下半年，资管新规发布，然后今年7月20日发布通知进行了一些调整。反正调来调去，最后看起来差不多，但是对大资管行业的整治，已经是强弩之末了，因为现在经济稳定更重要。但是我相信，经济形势不那么紧张的时候，新的原则还是要继续实施。

第四，宏观上管住货币供应。其实年初在阐述货币政策的时候，非常明确的是紧缩的倾向，但是现在“放水”那么多，已经说不上是紧缩了，这其中有一个取舍的问题。

第五，完善风险管理框架，强化风险内控机制建设，推动金融机构真实披露和及时处置风险资产。通俗地说，就是准备拿点钱，处理不良资产。我和姜建清曾经算过这个帐，真正处置的话要花多少钱？他算帐是很细致的，他说：“我们2001年到2005年已经这样做过一次了，在这五年里，我们大规模地将坏企业变成好企业，将坏银行都变成好银行，前前后后花费了大约五万亿人民币。现在的资产是过去的3倍，但是现在的状况比那时候好，所以大致上也是要花这么多钱。现在在国家层面上要这样做的话，可能比起那时候需要更大的手笔，五万亿左右差不多能够摆平。”

我们现在绝对有这么多的钱，但是还没有到这个时候。

大家都知道，我们之前希望用债转股来解决这个问题，但是现在债转股也基本上没有什么动作了。一开始，很多可能被划到债转股的企业，都赶紧把好资产包起来。后来发现了这一点之后，变成市场化债转股，这个口子一收紧，就真的做不了什么。而且最主要的，债便宜，股贵，要把便宜的东西转为贵的东西，在金融学的逻辑上是不通的。关于债转股有个部级协调会，我是其中一个学术委员会的主席。大家讨论这个事情的时候，我就问他们有没有想过这个问题，大家都说：“反正在中国是股比较便宜”。但要是国际金融当中，股比债贵多了。反正现在已经不提了，债转股也进行不下去了。

总之就是以上这五个方法。我的感觉就是，去杠杆的步调缓了一些，原来是准备三年完成，但现在不会再提这么硬的要求了。像资管新规一样，之前说“两年后就让保本理财成为历史”，但现在说是“到时候可以再商量”。现在看起来，去杠杆这也是一个“再商量”的事情。我估计，我们会走一条和全球去杠杆差不多的路，全球去杠杆用了十年，杠杆率也提高了十年。

我的最后一个看法是，去杠杆关键是杠杆率的可持续性。我们不要单纯地追求去杠杆，不要单纯地追求杠杆率降低了多少，也不要追求资产负债表表外回到表内、场外回到场内，这些肯定是逆历史潮流的，我们应该追求杠杆率的可持续性。

去杠杆要考虑国情，考虑经济发展阶段，考虑金融结构，考虑节奏，考虑诸项政策配合和协调。现在的政策基本上是这样的发展路线：从总体去杠杆到结构性去杠杆，从单纯去杠杆到稳杠杆，从着眼于“去”到着眼于“可持续”。

---

所以现在我们已经到稳杠杆的层面，可持续性最重要。

什么叫可持续？微观上，可用“债务支付 / 息税前利润”来衡量企业债务偿付的能力及其安全性。如果说债务支付对息税前利润的比例大于 1，就不可持续。只要企业仍在创造利润，且其规模大于债务支付，债务便具有可持续性。宏观上，可用“债务支付 / 可付息收入流”来衡量债务的可持续性。对于“可付息收入流”有不同的界定，衡量债务可持续性的方法便可有多种，而且彼此相互补充。

一个衡量债务可持续性的指标是“利率 / 经济增长率”，即将利息支付和经济增量相比较。很早以前有人告诉我，利率应该根据经济增长率来确定。我说，这是在发达国家 3% 增长率的情况下，利率才这么来确定，而在中国 10% 增长率的情况下不适用。深入研究这个问题之后，我发现它是有道理的，它是可持续性的条件。只要债务支付的利率水平低于经济增长率，使得运用债务所产生的现金流能够支撑利息偿还，债务便具有可持续性。

另一个衡量债务可持续性的指标是“利息支付 / 债务保障率”，即国民储蓄（或新增 GDP）对债务余额之比。其基本含义是，对于国家而言，能用于支付利息的资财来自该国的国民储蓄（或新增 GDP），因此，该比率可以有效衡量该国债务的可持续程度。如果储蓄大于新增利息，那就是可持续的，如果小于，则不可持续。

我们做过测算，从 2012 年开始，中国的债务不可持续。也就是从那年开始，大家突然觉得都是在为银行打工。那个时候，我们一位有良心的银行家说：“我赚钱赚得都不好意思。”因为他工作在第一线，所以他知道赚的多，也知道企业真的很难，这是一个很严肃的问题。因为利息不太好算，

是算发行利息，还是到期利息，还是收益率？所以我们大致估算了一下，2012年我们的利息支付明显大于那年的新增GDP。从那之后，这个情况一直持续，现在也没有改善。

有一个对应的指标，就是这几年我们的金融业增加值占GDP比重达8%以上，超过美国。金融业占的比重大了，实体部门所占的比重就小了，而最终利润是实体部门创造出来的。所以我们这个关系已经不平衡了，我们的金融是真出问题了。

我们刚刚分析了杠杆率浮在表面的一些问题，最后我再谈三个特别重要的深层次问题。

第一个问题，资产质量是关键。债务也罢，杠杆也罢，如果说钱是用于生产上，创造了资产，那么资产质量是高的，没有问题，所以资产质量是关键。显然，可用于冲抵不良资产的优良资产的规模，构成债务承载能力的上限。我们的研究显示，经历了三十余年的高速增长，中国经济积累了巨额的净财富，这构成我们处理不良债务的深厚的物资基础。

我给大家分享我们近几年做的一项研究，我们在国家资产负债表框架内算了一笔帐。截至2016年底，中国的主权资产为241.4万亿人民币，按1美元=6.807人民币计，约35.8万亿美元；主权债务为139.6万亿人民币，约合20.32万亿美元。净资产总额达101.8万亿人民币，约合14.6万亿美元。如果从中扣除那些流动性不高的资产，如土地、建筑物等，中国的主权净资产仍高达20.7万亿人民币（3.04万亿美元）。2015年的主权净资产是24万亿。

到最后，一个国家作为一个总体，可支配的货真价实的钱其实就是三部分：第一，外汇储备，拿着外汇到美国去，

---

他不能阻止你买东西；第二，黄金白银；第三，中国在海外资本市场的上市公司。当然，我们这个帐应该说是少算了一点，大家看人民银行资产负债表，中国的黄金白银，特别是黄金，已经很多年都没有变化了。因为国家不再独占黄金的经营权了，所以黄金不在国家的账户而是在其他账户上反映。中国近几年都是黄金第一大生产国，所以我们在黄金这一块还有一些潜力。

外汇储备 2015 年到 2016 年一下子少了一万多亿美元，按现在的汇率算，将近七万亿人民币。不能再这么下去了。所以现在讨论汇率问题的时候，我们坚决主张保储备，不保汇率，当然这个事情现在还存在争论。我们的态度就是，人民币汇率破 7 就破 7，不要拿储备去干预，那都是虚的。现在意见还不太统一，但是我们坚决主张，现在到了保储备不保汇率的时代，而且可以趁机把汇率放掉。美国人也不愿意我们人民币贬值，贬值太多的话，他新增的 25% 的税就被抵消了，所以现在真是一个好时机。

第二个深层次问题是，降低成本很重要。在我们衡量杠杆可持续的宏观微观指标中，分子都是债务支付，这就告诉我们，降低利率，减少利息支付，可以增加杠杆的可持续性。所以，美国等发达经济体在去杠杆最吃紧的几年里，都致力于尽可能压低利率（甚至不惜动用负利率）和减税。在中国，降低微观主体的各种费用和成本负担，特别是降低体制成本，至为重要，或许更为重要。

第三个深层次问题是，把握好时机、节奏、步调、协调。供给侧改革的要义是清理产能和去杠杆，杜绝明斯基时刻的发生。然而，倘若急剧地去杠杆，很可能自我制造出一个明斯基时刻，甚至是雷曼时刻。其实 2015 年以来，我们

自己已经制造出了几个大大小小的明斯基时刻，只是我们见机很早，及时纠正，没有让它进一步下陷。即便整个去杠杆过程可控，由于体量庞大、结构复杂，牵涉面广，现实中我们也很难保证不产生系统性蔓延，难免付出巨大代价。现在看起来代价还是不小的。

我认为现在宏观当局还是从善如流，很快地调整了去杠杆的政策，变成了稳杠杆。这样中国的去杠杆就能走在一个正确的路上，就能对中国经济未来的长期发展产生积极的作用。我就讲到这里，谢谢各位！

**乔依德：**非常感谢李院长为我们做了精彩的演讲！这次讲的时间蛮长的，因为李院长讲的东西既有理论，又切合实际，既讲到全球，又结合了我们中国的实际情况，我们大家应该都很有收获。时间不早了，大家还可以提一两个问题。

**赵广彬：**谢谢李院长，你讲的特别透彻。我想问个问题，你对现在的股票市场怎么看？

**李扬：**我想各位都能感受到，2015年以来，股票市场有两个阶段的显著变化。第一个阶段是刘士余的时期，不再暂停IPO。以前只要股票市场出现一点问题就停IPO，就去功能，这是不行的。所以IPO这个问题解决了，还有加强了监管和增加透明度等等，这是一个阶段的变化。

第二个阶段是现在，当局表示绝对不干涉股指。以前是动不动就干涉股指，而且造出所谓的“慢牛说”。我的理解是，不干涉股指就是让这个市场自由地运行。你看最近都不太管，也没有人提，就让股指自己运行，也跌不到哪里去。在这个过程中，加强制度建设，把上市公司的问题、信息披露的问题、打击内幕交易的问题，还有以后的注册制，把这几个环节做好了之后，我相信这个市场就会回到它真正该处

---

的位置。以前中国的股市，完全是政策市。我认为股市被赋予了太多功能，一开始是国企改革，现在又是扶贫、宏观调控等等，这些都不是股市该做的事。就让它自由地运行，反而成为国民经济的主体了。

更宽一点地来说，中国资本市场该怎么走，也在重新考虑之中。几十年来，我们资本市场没有所谓的蓝本，但是实际上是以美国为参照的，我们希望资本市场发展得如美国一样发达。刘鹤副总理有一次很清楚地说：“中国学不了美国，中国成不了美国，中国的资本市场要重新考虑。”但是现在因为特朗普三天两头引起事端，要处理中美之间的问题，所以顾不上。我估计等到明年或者后年，中国缓过劲来了，下一步就会推出一些金融改革措施，现在恐怕说不上。让股市自由地运行，让汇市自由地运行，有可能就好了。

上个世纪的时候，我做了一个有关中国资本项目的研究，结论是，中国资本管制名紧而实松，按照法律框架中国基本上什么都没开，名义上很紧，但实际情况是什么都放开了。也就是说，市场已经形成了，让它名实相符可能就好了，中国的情况就是这样的。

所以最近这一段时间的金融政策，我觉得倒还是可圈可点。因为已经引起社会恐慌了，于是“放水”，而且“放大水”，摆明态度不会让事态进一步恶化，让民众安心。至于市场建设，就让市场自己去运行。

**张欣：**三年前，北大黄益平教授到这里来演讲。他们做了综合的研究发现，去杠杆最有效，并且对整个经济推动最大的，就是从国企当中去杠杆。

**李扬：**你说的是对去杠杆最有效，还是对经济推动最有效？这是两个概念。这两个效果有可能不一样的。

**张欣：**但是隔了三年时间，国企的杠杆好像是越来越高了。

**李扬：**这几年，民企去杠杆的方式很野蛮，就是破产倒闭，资产和负债都消灭了，就去杠杆了。而国企的杠杆前年增长得比较快，去年比较平缓，从去年下半年到今年，杠杆应该是有所下降的。国企这几年经营得很好，赚了很多钱。实体经济增长，作为分母的权益是增长的，所以去杠杆还是有效果的。这两年是这样一种情况，但是确实埋藏着更大的隐患。

**张欣：**我可能看到的数字不太一样。

**李扬：**现在很多数字也还是公开的，我们都能看得到。

**谈佳隆：**我有个很简单的问题。前两年，地方通过房地产进行了一个杠杆转移的过程，导致居民负债增加了，这个周小川也有讲过。但是刚才看到居民负债已经这么严重了，国家现在又在收税，可能不会发生财政危机，但是会不会发生社会危机？这是很多人关心的问题。很多人的债务已经不可持续了，会不会由于社会危机导致财政不可持续？

**李扬：**我也担心。我同意你的看法，不能这么收钱，这时候最好什么事都不干。但是怎么能让它不干嘛呢？

**乔依德：**今天时间不早了，让我们再次以热烈的掌声感谢李院长，也感谢大家来参加我们的活动！夏天过去了，凉爽的秋天马上就到了，以后的活动，希望大家继续参加！

（以上内容根据录音整理，未经本人审阅）